ماذا تعرف عن
الاستثمار فى الأوراق المالية والبورصات والمشتقات

(المسار الأمريكى والبورصات الناشئة)

A  Z

دكتور : جلال البنا

الاستاذ بجامعة ماساشوتس الأمريكية،

والخبير بمنظمة الأغذية والزراعة بالأمم المتحدة، روما، سابقا

الطبعة الاولى 2007

المكتب العربى الحديث

٣ ش سوتير . الأزاريطة

ت ٤٨٤٦٢٤٨٠

البنا ، جلال
ماذا تعرف عن الإستثمار فى الأوراق المالية والبورصات ، والمشتقات
(المسار الأمريكى والبورصات الناشئة) Z ⟵ A /
ط 1 – طنطا : جلال البنا ، 2006
263 ص ، 25 سم
1 - الأوراق المالية
أ – العنوان

رقم الإيداع 24777 / التاريخ 25 /2006/12 332.4044

شركة الندى للطباعة – 2 شارع الوليد / من المعتصم / طنطا / مصر
ت : 3305209 / 040

الطبعة الأولى
ديسمبر 2006

مقـــدمـــــة

هذا الكتاب عن بعض النواتج المالية والمفاهيم الأساسية التى أصبحت جزءاً من اللغة اليومية فى ميادين قانون وتحليل الأوراق المالية. وقد ظهرت نواتج مالية جديدة متسارعة لدرجة أن الكثير من الخبراء والبائعين لهذه المنتجات ، بالإضافة إلى مستهلكيها الأقل صقلاً فى ثقافتهم ، يجدون صعوبة متزايدة فى الولوج لما وراء هذه الاصطلاحات لفهم بالكاد لما قد بيع. ويضاف إلى تلك المشكلة التنوع الباهر للأوراق المالية المتداولة فى الأسواق القومية حالياً: الأسهم العادية ، الممتازة ، والسندات المتحوّلة ، وهكذا ممثلة لموكب من الأسرار كأنه مصمم للارباك والحيرة. وبالرغم من أنك قد لا تحتاج إلى تملك زمام هياكل كل من الأوراق المالية التى فى السوق حالياً قبل الاستثمار ، إلا أنك تحتاج إلى معرفة الأسئلة الواجب سؤلها. والفصول التالية فى هذا الكتاب ستساعدك فى هذا المضمار.

يعرض هذا الكتاب بعضاً من السمات الرئيسية القانونية والتحليلية للأوراق المالية التى يستخدمها المحامون ومحللو الأوراق المالية فى التعامل مع الاستثمار المطروح للجمهور. كما يمكن إستخدامه ككتاب أولى للذين لديهم خلفية ضئيلة فى قوانين الأوراق المالية أو تحليلها، والذين يرغبون فى مقدمة موجزة للمفاهيم الأساسية لهذه الميادين. وللذين لهم خلفيات مكثفة فى الأوراق المالية، فالكتاب يمكن أن يستخدم لانعاش الذاكرة، وكمكمل للتدريب المُعطى للأعضاء الجدد من العاملين فى البورصة.

وخلال الكتاب ، نحاول استخدام مصطلحات الأوراق المالية الأكثر قبولا. وبالمضى فى الكتاب تجده منصباً على الأوراق المالية مثل الأسهم العامة والسندات ، وعلى النواتج المالية الأكثر تعقيداً مثل الأوراق المالية المتحولة ، ونواتج أخرى. وفى منتصف الكتاب، نَصِفُ العديد من الممارسات

الخادعة Scam الاستثمارية. وباستعراضنا لبعض قصص الغش الماضية وتسليحك بالأسئلة والثروة اللغوية المناسبة لسؤال مروجى الأوراق المالية، فتلك الأسس ستساعدك فى تجنب السقوط فى المثيل من هذا التحاليل. والأسس التى فى مؤخرة الكتاب تصف النظريات الرئيسية لتثمين الأوراق المالية التى سادت المحيط السوقى فى النصف قرن الأخير ، وتلك الأسس ستعطيك امتنانا لأساليب الاستثمار التى استخدمها آخرون بنجاح، وستساعدك فى التعرف على أى من هذه النظريات التى تلقى قبولاً لديك لتصنيف نوع الاستراتيجية التى تتبناها أو يعمل بها سمسارك المالى، وقد تندهش لتعلم أنك قد لا تتفق مع النظريات الأساسية التى يستخدمها سمسارك أو مستشارك فى توجيه استثمارات أموالك.

هذا وقد أخذ الكاتب على عاتقه إعداد هذا الكتاب منذ عودته حديثاً من المهجر الأمريكى بعد غياب خمسة وعشرون عاماً ، كان خلالها يمارس تدريس مادة **الاقتصاد** على المستوى الجامعى والدراسات العليا، وخبيراً بمنظمة الأغذية والزراعة للأمم المتحدة – روما ، كما أنه الآن بسبيل نشر كتاب بعنوان " نحو مفهوم للموارد المالية والاستثمار فى الأوراق المالية والتمويل الدولى" آملين الاقتداء بالبورصات العالمية ومتطلباتها لحماية المستثمرين ولتشجيع دخول لاستثمارات الأجنبية إلى السوق العربية .

سبتمبر 2006 **جلال البنا**

الفصل الأول

ماهى الورقـــة المـــالية

إن الباحث الذى أخذ على عاتقه اكتشاف المعنى الحقيقى لكلمة الورقة المالية فى بحثه بين مجلدات تاريخ الأوراق المالية، سيجد أن الأثر سينتهى بالكاد حيث بدأ. والكثير من محتوى هذا التعريف يبدو فى حلقة تدور ، فالكثير يعتمد على السياق والحالة. فعلى سبيل المثال، من بين الست مناهج الأساسية الفيدرالية الامريكية للأوراق المالية، أربعة منهم (قانون 33 ، و قانون وثيقة الوصايا Trust Indenture act لعام 1934، وقانون شركة الاستثمار لعام 1940 وقانون المستشارين الاستثمارين لعام 1940) يعرّفون الورقة المالية لتعنى " أى تعهد .. سند ... دليل على الدين... شهادة ضمان مقابل ... عقد استثمارى... أو، عموماً أى أداة أو حصة مشاع استعمالها كضمان Security أو شهادة بالحصة أو الاشتراك فى ... أى من السابق ذكره"

وكما سنرى لاحقاً ، فالأوراق المالية تُنظّم regulated وتُعرَّف عند العديد من المستويات ، والإجابة على سؤال "ما هى الورقة المالية؟" قد يعتمد ليس فقط على القوانين المتعلقة بها، ولكن أيضاً على السياسات المحفزة لهذه القوانين. وبتضييق نطاق القانون الفيدرالى والسياسات ، فإنه من المفيد تقسيم التعريف القانونى إلى ثلاث نواح: عقود استثمارية ، مشاع تسميتها أسهم Securities وكمبيالاتnotes ، وسندات bonds.

العقود الاستثمارية Investment Contracts. فمنذ أربعين عاماً، حاولت المحكمة العليا الأمريكية فى قضية هيئة البورصة ضد هُواى Howey ، فى تسوية القضية الخاصة بدتى "عقد استثمارى" يكون ورقة مالية، باعلان أن الورقة المالية هى عقد بين طرفين لاقتسام الأرباح من مجهود مشترك. وتبين القضية كيف أن سياسة حماية المستثمرين من

التكتيكات الحادة قد أثرت على اشتقاق التعريف للورقة المالية كـ "عقد استثمارى" فلقد امتلكت شركة هُواى منتجعاً فندقياً resort hotel فى ناحية خلابة من ولاية فلوريدا مجاورة لبساتين ممتازة من البرتقال. وبسياحة المترددين للفندق فى ريف فلوريدا المحيط بالمنتجع، فقد جذبت اشجار البرتقال انتباههم، وقد أخُبروا بأن قطعاً من الأرض البستانية معروضة للبيع، فإذا أبدوا اهتماماً، فسيُعطون خطابا بيعياً ويقدّم لهم عقدان ، عقد بيع للأرض من شركة هُواى ، وعقد خدمة من شركة هُواى للخدمات، التى زرعت وحصدت وسوّقت المحاصيل.

ولو أن مشترى الأرض فى عقود البيع كان لهم الحرية فى استخدام أى شركة خدمات، فإن رجال المبيعات أكدوا تفوق "Superiority" شركة هُواى للخدمات. ومما لايثير الدهشة ، فقد بيع 85% من الأرض المعروضة للبيع على مدى ثلاث سنوات انتهت فى 31 مايو 1943، وقد خدمتها أيضاً شركة هُواى للخدمات. وبمجرد البيع، فعقد الخدمة ألزم المشترى لمدة عشر سنوات بدون خيار الإلغاء، معطياً شركة هُواى للخدمات، الملكية "التامة والكاملة" للأرض ، ومستبعداً حق المشترى فى دخول الأرض لتسويق المحاصيل ما لم يحصل المشترى على موافقة شركة هُواى للخدمات . لذا فميزان القوة فى العقد مال بشدة لصالح شركات هُواى. وإضافة لهذه المعادلة الغير متوازنة، كانت الصورة المضطربة لغالبية المشترين: فكما لا حظت المحكمة العليا، " فغالبية المشترين هم من غير المقيمين بولاية فلوريدا" ومعظمهم من رجال الأعمال وذوى الاحتراف professionals. الذين تنقصهم المعرفة والمهارة والآلات الضرورية للعناية وبزراعة أشجار الموالح، فهم منجذبون بتوقعاتهم للأرباح" وقضت حيثيات المحكمة بأن عقد بستان الموالح يمثل تأميناً Security فى فحوى معنى القوانين الفيدرالية للأوراق المالية لأنه توفر به اختبار من ثلاثة أجزاء لعقد استثمارى:

1- عقد، صفقة، أو مشروع حيث يستثمر الأشخاص أموالهم فيه
2- منشأة عامة common enterprise
3- تقود إلى توقع أرباح تتأتى فقط من جهود المسوّق أو طرف ثالث

والشرط المتعلق بالتجارة commerce clause فى الدستور الامريكى يعطى الكونجرس السلطة لتنظيم Regulate الممارسات أو الأنشطة المستخدمة للبريد أو أدوات أخرى " للتجارة بين الولايات" مثل التليفون. ولأن قوة عمل مبيعات هُواى اعترفت باستخدامها لأدوات التجارة عبر الولايات ، فليس هناك مجال للتساؤل بأن عقود بساتين الموالح يمكن تنظيمها فيدرالياً.

ولما كان مجرد خطاب واحد مرسل بريدياً، أو مكالمة تليفونية تمثل استخداما لأداة تجارية عبر الولايات ، فهذا يوقعه فى شبكه التنظيم الفيدرالى للأوراق المالية. ففى أعقاب قضية هُواى، فلقد فسَّرت المحاكم "الضمان security" بمفهوم واسع ليشمل كل الأدوات الشائعة التى ينظر إليها فى الأعمال كأوراق مالية وأى أدوات مستحدثة إذا توفر بها اختبار هُواى للثلاث أجزاء. وفى المذكرة التفسيرية لكلمات المحكمة العليا ، فمفهوم الضمان" يضم مبدءا مرنا وليس ساكنا ، الذى فى قدرته التكيف لمقابلة مشروعات ومتغيرات لا حصر لها وُجِدت من قبل الذين يبحثون عن استخدام أموال الغير على وعد بالأرباح" فتحديد ما إذا كانت أداة استثمارية معينة تتأهل كعقد استثمارى وبالتالى كضمانة ، فإنها تتضمن بالضرورة تحليلا للحقائق والظروف المحيطة بها. وأحد الأسس لفهم ما يمثل ضمانة هو تذكُّر أن المحاكم عموما فسرت المصطلح " ضمان " بشمول واسع كلما كان ضرورياً للتأثير على الغرض العام وسياسات قوانين الأوراق المالية لحماية المستثمرين من الممارسات الخادعة الغير قانونية. وتذكَّر أنه للتأهيل لورقة مالية فالأداة أو

الترتيبات، تحتاج فقط لتنطبق عليها أحد الفئات التشريعية لتعريف الأوراق المالية كأدوات " معروفة عموماً كأدوات مالية"

الأدوات المعروفة كأوراق مالية

هذا التعريف مفيد لأن عدداً من الأدوات والترتيبات أصبح عالميا ينظر إليها كـ "أوراق مالية" فى السياق العام الفيدرالى والدولى. فالأسهم العامة والسندات وشهادات الشركات المتعامل عليها فى البورصات القومية والعالمية هى أمثلة بالسُمعة لمثل هذه الأدوات.

وفى الواقع ، بدون الاستفادة من التعريف القانونى التام ، فقد فُهمت المنتجات المالية لتكون " أوراقا مالية " منذ تواجدها للعديد من القرون، ومنها المخططات والترتيبات التى بيعت على نطاق واسع للجمهور ، والمشترون الذين لديهم القليل أو لا تحكم مباشر على الشركة التى يستثمرون فيها والتى يعتمدون فيها على جهود أشخاص آخرين لخلق أرباح.

والسمة الرئيسية للأوراق المالية هى أنها تسمح بالفصل بين التحكم Control فى انتاج ناتج، وملكيته ownership. وليس هناك نغمة أخلاقية مقصودة هنا، فالفصل بين التحكم والملكية ليس بالضرورى سيئاً أو جيدا، ولكن تواجد الانفصال يشرح الحاجة إلى العديد من التنظيمات regulation التى سنفحصها لا حقاً.

الكمبيالات Notes ، شهادات صكوك ائتمانية
وأخرى Collateral Trust Certificates

فبالإضافة إلى تغطية الأوراق المالية طبقاً لسمعتها ، وتلك الأدوات والترتيبات التى تتوافق مع تعريف هُواى Howey لعقد استثمارى،

فالتشريعات الفيدرالية تنطلق فى تعريف المنتجات المالية على قائمة مصورة، مثل الكمبيالات ، والسندات وشهادات الصكوك الائتمانية. فالكمبيالات والسندات هى بمعنى أنا مدين لك I owe you (IOU) تصدرها الشركات للمشترين الذين يصبحون فعلا دائنين creditors للشركة. وشهادات صكوك الملكية هى أدوات تُصدر للمشترين ممثلين لجزء fraction من ملكية أصول اتحاد احتكارى Trust، ولنقل الثلث. وفحوى الأصل يمكن أن يكون مساكن أو سيارات أو بساتين برتقال أو أى نوع آخر من الملكية. وبالرغم من أن الثلث الاستثمارى فى الاتحاد يمتلك الجزء من الاصول التى تمثلها بمقتضى الجزء المُشترى، فهو أو هى لا تستطيع وضع يدها على ثلث المسكن أو ثلث البستان، ولكن بدلاً من ذلك فتستلم شهادة تمثل نصيبها الجزئى من الملكية. فالورقة المالية هى رمز للملكية لدى المشترين لها.

ويُعرَض فى هذا الكتاب ثلاث افتراضات ، أولاً، بالرغم من أن التحديد عما إذا أداة معينة تمثل ورقة مالية ، فذلك يعتمد على التحليل ، وليس دائماً تُعطى إجابة قاطعة، وخلال ذلك، فعندما نتكلم عن " الأوراق المالية " فنعنى تلك الأدوات التى بيعت فى سياق ذلك، وستمثل أوراقاً مالية من خلال معنى القوانين الفيدرالية للأوراق المالية. وثانياً، عندما نتكلم عن الأوراق المالية غير الحكومية، فإنك تستطيع أن تفترض أن الشركات هى المصدرة لها، ولو أن الأوراق المالية يمكن، وغالباً ما تصدرها أشكال أخرى من الأنشطة التجارية مثل المشاركة partnership. وثالثاً، أن الشركات يُفترض فيها، وحيث الافتراض يكون ضرورياً ، أنها تخضع للقوانين الفيدرالية للأوراق المالية.

***

الفصل الثانى

أنـــواع الأوراق المـــاليـــة

يمكن تقسيم الأوراق المالية إلى عدة توصيفات ، كل منها يُنظر إليها كسؤال منفصل يُفرض على تحليلك للورقة قبل قرارك بالإستثمار. ويمكن أن تُجمَّع الأوراق المالية، من بين طرق أخرى ، فى التوصيفات التالية:

1- الدين Debt أو حقوق ملكية المساهمين Equity
2- ذات رتبه Rated أو بدون Unrated
3- حكومية أو شركة
4- درجة مفردة single - calss أم متعددة الدرجات multiple
5- ذات حقوق خاصة ضد الشركة أم لا Special rights
6- لها إثراءات إئتمانية أم لا credit enhancements

الدين أو الملكية

الورقة المالية الدائنة debt security: تمثل قرضا من المستثمر ، مثل المقرض creditor ، للشركة المصدِرة، كمدينة debtor . وأسس التعامل مع الأوراق المالية الدائنة ستساعدك فى التعرف على أكثر الاشكال شيوعاً منها، سواء كانت قروضاً بدون ضمان مقابل unsecured أو يعضدها رهن مقابل بشكل ما، كذلك التعرف على المنهج الذى عليك أن تستخدمه فى تقييم جودة الورقة المالية الدائنة. والأوراق المالية الدائنة الشائعة تشمل السندات ؛ الأوراق المالية الحكومية والسندات بدون رهن معين debentures. وغالبية الاعتبارات المصاحبة لإصدار قرض لشركة تُطبَّق بنفس الثقل للإستثمار فى الأوراق المالية الدائنة. والعائد للمستثمر يتأتى فى شكل فائدة interest والامكانية للربح تكاد تكون ثابتة. وبمجرد سداد

الشركة لقرضك لها، فلا التزام لها تجاهك بعدئذ، ولا يُخوّل لك بعد ذلك اقتسام ثروة الشركة.

الورقة المالية لحق الملكية equity security: وتمثل ملكية ، وتتضمن الأسهم العادية common stock والعديد من أشكال الأوراق المالية التى تسدد الدخل للمستثمر–pass through (وهى التى تمرر الدخل من المدين من خلال وسائط إلى المستثمرين)، وأكثر أشكالها شيوعاً هى الورقة المالية المدعمة برهن عقارى mortgage - backed . وهذه الأوراق المالية يمكن أن تقسم أيضا طبقاً لإما أنها تمثل ملكية فى الشركة المصدِرة للورقة المالية أو فى أصول معينة فى الشركة. ولأنها تمثل ملكية، فالأوراق المالية لحقوق الملكية تعطيك وسائل مشاركة الثروة الناتجة من أداء الشركة وكلنا يعرف النمو الخرافى لشركات مثل زيروكس Zerox ، والحاسب الآلى IBM , Apple ، حيث المستثمرين الأوائل حصدوا ثروات منها.

ذات رتبة أو بدون : فالأوراق المالية سواء كانت دائنة أو حق ملكية ، يمكن أن تقسم أيضاً إلى ذات رتبة أو بدون . فالأوراق المالية ذات الرتبة قد تُعيَّن لها رتبة عن طريق هيئة لذلك مثل **ستاندارد- آند – بور، موديز، أو دف – و - فلبس** . والرتبة تعطيك مؤشرا عما إذا كانت الشركة أو المؤسسة التى أصدرت الورقة المالية ذات صحة مالية جيدة. فالشركات ذات المؤشرات الضعيفة قد توضع على "قائمة ترقب" أو قد تعانى هبوطاً فى المرتبة . وسنستعرض المواصفات التى تستخدمها الوكالات المختصة بتحديد الرتب للاوراق المالية الدائنة وللأسهم العادية. وعليك أن تُعوّد نفسك على الآليات الأساسية للوصول إلى الرتب حتى تفهم متى الورقة المالية أو الشركة التى استثمرت فيها تظهر دلائل على اعتلالها المالى.

درجة مفردة أو متعددة الدرجات : وطريقة أخرى لتسترشد بها فى تحليلك للأوراق المالية هو التحقق مما إذا كانت الورقة المالية ذات درجة مفردة أو تكون واحدة فقط من اصدار متعدد الدرجات. وهذا التمييز هام لأنه سيساعدك فى الحكم على ما إذا كانت حقوقك كحائز لورقة مالية يمكن ان يكون متحيزا ضدها بحقوق حملة فئات أخرى من الأوراق المالية التى قد تُعطى مرتبة متقدمة عن ورقتك المالية من حيث حقوق الصرف payment rights ، حقوق التصويت voting rights ، حقوق الافلاس، أو حقوق أخرى.

حقوق خاصة: بعض حقوق خاصة ضد الشركة المصدرة قد تزيد بدرجة كبيرة من قيمة الورقة المالية وذلك بإضافة تأمين ضد الأحداث المالية المؤسفة misfortunes . فعلى سبيل المثال ، فى عديد من الأسس التى تلى، سنناقش حقوق **"بيع Put"** التى تعطى حائز الورقة المالية الحق فى بيعها مرتجعة إلى الشركة المصدرة تحت ظروف معينة. وحق خاص آخر للورقة المالية ، قد يكون لديها الحق فى تبادلها مع ورقة مالية مختلفة للشركة المصدرة . وهذه الحقوق التحويلية convertibility قد ، على سبيل المثال ، تساعدك فى مبادلة أوراق مالية دائنة بما يقابلها قيمياً من أوراق مالية من حقوق ملكية المساهمين بعد فترة زمنية معينة.

إثرءات إئتمانية : فالأوراق المالية قد تختلف أيضاً حسب عما إذا كانت الصفقة transaction التى أوجدت الورقة المالية تعطى حائز الورقة المالية حاجزا buffer ضد انتكاسات مالية. أحد أنواع الاثراء الائتمانى هو خطاب الاعتماد، فحائزى الأوراق المالية ، على سبيل المثال ، حملة السندات ، يمكن أن يحق لهم أن يطلبوا من البنك المصدر لخطاب الاعتماد ، سداد قيمة السندات فى حالة فشل الشركة المصدرة القيام بذلك، أو أن الصفقة يمكن أن تُوجد احتياطى مالى خاص special reserve fund للصرف لحملة الأسهم.

بعض الصفقات لها أكثر من إثراء ائتمانى واحد، مع الحواجز المتباينة الممثلة كأول ، ثانى ، أو ثالث خط من الدفاع ضد الكوارث.

حكومة أو شركة. الأوراق النقدية الحكومية تحمل وعدا من الحكومة للدفع مقابل الورقة المالية حسب الشروط المنصوص عليها. وهذه الأوراق النقدية يقال أنها مُعضدَّة بكل الثقة والائتمان من الحكومة، وبذلك تُعتبر الأكثر أمانا من بين كل الأوراق المالية. وعلى النقيض ، فالأوراق المالية لشركة تكون آمنة فقط طالما أن الشركة أو الأصل يساندها. وستساعدك أسس لاحقة فى تعلم التمييز بين الأوراق المالية للشركة التى يساندها فقط الائتمان العام general credit للمصدر وتلك التى تساندها أصول معينة من المصدرين issuers . وهناك طرق أخرى عديدة لتصنيف الأوراق المالية بالإضافة إلى المذكورين الستة فى هذا الفصل ، إلا أن تفهمك لهذه الأقسام الست سيساعدك فى تنظيم استعراضك للكثير من الأسس الخاصة التى تليها. وهذه الأسس الست ستشكل أيضا الأساس للإسترشاد العقلى فى تقييمك لمنتجات الأوراق المالية.

الورقة لمالية كعقد : فبتجريدها حتى عناصرها القانونية ، فالورقة المالية هى عقد بين الشركة التى أصدرتها والمستثمر. لماذا تقوم الأطراف بالتعاقد؟ كل منها لهم حوافز و أهداف أو منافع يتوقعون استلامها من عقد الورقة المالية. ولادخالها حيز التنفيذ enforceable، فالعقد يجب أن يعطى كل طرف منفعه قانونية ويفرض على كل طرف التزام قانونى. مثل هذه الالتزمات والمنافع تشكل " الاعتبار" للعقد ، المساومة - لقيمة وهى الأساس القانونى للعقد. فالمصدر يمكن أن ينتفع من اصدار الورقة المالية بعدة طرق. بعض المنافع يمكن أن تشمل:

1- تكوين أموال raising money بأقل الطرق تكلفة .

2- زيادة هالة سوق المصدر ، ببيان أنه يستطيع أن يكون لاعبا فى سوق معين.

3- السماح للعاملين ليكون لهم نصيب من الملكية لمجهوداتهم .
4- السماح لرجال الأعمال business للحصول على أموال من التجارة بدون بيع التجارة كلية أو فقدان التحكم فيها.
5- زيادة فخر الشركة ومعنويات العاملين بتقديم ناتج مبتكر أو التقدم نحو خاتمة ناجحة من صفقة صعبة.
6- توفيرا ضرائبيا.
7- الذات الإنسانية ، الأنا (ego).

لنفترض أن المنفعة التى يرغبها المصدِر للانجاز هو تكوين أموال ، ويصمم الورقة المالية لذلك بأقل تكلفة ممكنة مستخدما استراتيجيتين أساسيتين فإما أن يستطيع المصدِر البيع للحائز، جزءا من ذاته في شكل ورقة مالية لملكية ، مثل سهم عادى ، أو يستطيع الاقتراض من الحائز بإصدار شكل ما من ورقة مالية دائنة ، مثل سند أو سند بدون ضمان معين. وتؤثر مجموعة من العوامل على إختيار المصدر. شاملة إتاحة النقد لخدمة الدين ، تكلفة تكوين المال قبل وبعد الضريبة ، وقع الإصدار على حق الملكية القائم أو حاملى الورقة المالية الدائنة ، والاستقبال المحتمل لإصدار الورقة المالية من قبل الهيئات التى تقوم بإصدار الرتب، والمحاكم ، وهيئة البورصة المالية، والمشرِّعون regulators .

والاعتبار الأساسى الذى أحدثه المصدِر لعقد أوراق مالية هو التسليم لمشتريه لورقة مالية تطابق شروط العقد كما أفصح عنه للمشترى. وكما سيناقش فى فصول لاحقة ، فإن القوانين الفيدرالية تتطلب من المصدِرين الافصاح عن كل السمات الهامة للورقة المالية للمشترين المرتقبين . وفشل الورقة المالية فى الامتثال للوصف المرتقب قد يعرِّض المصدِر لعقوبات مالية أو حتى السجن .

وللحائز ، فالمنفعة من الورقة المالية هي كوسيلة من استثمار المال لاكتساب ربح كامن أعلى مما يمكن اكتسابه من منافذ استثمارية بديلة ، همية الربح التي سترضي المستثمر ، ثانية ، تعتمد على العديد من العوامل مثل الأمان النسبي للورقة المالية في شكل مخاطرة مكافأة المستثمر ، عما إذا كان الحائز يحتاج لاكتساب الربح على مدى قصير ، متوسط ، طويل الأجل، الموقف الضريبي للحائز ، حدود التكاليف للورقة المالية مقارنة ببعض المعايير الخارجية external benchmark مثل القيمة التاريخية لأوراق مالية مشابهة . **والاعتبار الأساسي** لمشترى ورقة مالية هو دفع ثمن الشراء المطلوب وخلال فترة زمنية متفق عليها. وعلى غير المنفعة المالية التى يستلمها البائع، والتى تُدفع للبائع عندما تتغير الأيادى المتناولة للورقة المالية ، فالمنفعة المالية للمشترى هى الكامنة فقط لاكتساب ربح.

شروط تقليدية للعقد: والسمات داخل الأربع أركان من عقد الورقة المالية هى مفاتيح منفصلة لتفهم الطريقة التى تعمل بها الورقة المالية. فوجود بعض من هذه السمات ، مثل سعر الشراء وغلة سعر الفائدة ، تحدث إحساسا بديهيا . وفشل المصدر فى احتواء وصف لسمات أساسية معينة سيلاحظ من غالبية ما سيكونوا مشترين ، فعلى سبيل المثال ، سيلاحظ المستثمر فشل المصدر فى الإفصاح عن معدل العائد بسرعة مثل ملاحظة المشترى لفشل بائع السيارة فى الإفصاح عن سعرها.

وتجذب سمات أخرى لعقد الورقة المالية ، الكثير من قلة الانتباه، ولكن مساوية فى الأهمية، مثل عما كون الورقة المالية قابلة للاستهلاك redeemable . وكما رأينا ، فمشترى الأوراق المالية يعتمد على البائعين للإفصاح عن كل الشروط المادية لعقد الورقة المالية، وفشل البائع فى ذلك يمكن أن يوجد مشاكل من هيئة البورصة المالية أو المشرّع الفيدرالى.

ورغما عن الحوافز التى تعطيها قوانين الإفصاح للبائعين للإخبار بكل شىء (أو مجابهة مخاطر العقوبة لسكوتهم)، فعلى المشترين أن يكون لديهم قائمة فحص checklist لأسئلة للتعرف على الفجوات فى وثائق إفصاح البائع. فهذا الفصل والفصول التالية ستجعلك اكثر يقظة لكثير من هذه الفجوات.

**

الفصل الثالث

المخاطـــرة والمكافـــأة

إن البداهة فى الاستثمار فى الأوراق المالية هى أن المخاطر الأكبر ستجلب مكافآت أعظم، أو بالنظر إلى ذلك بطريقة أخرى، فإن قيمة راحة البال تكون ذات غلة أقل على استثمارك. وبسبب أن تقييم السماسرة والمحللين للمخاطرة النسبية للأوراق المالية تؤول إلى التنبؤ بالأداء المستقبلى لتلك الأوراق ، ولما كان لا يوجد شخص يمكنه التنبؤ بدقة للمستقبل كل فترة ، فإنه من الاهمية الامتنان منذ البداية بأنه حتى هذه الأوراق المالية التى وُصِفت "بالأمان المطلق " قد تحمل بعض الدرجة من المخاطرة .

هناك العديد من المخاطر المختلفة التى قد تأتى مع ملكية الأسهم ، فأولا ، هناك المخاطرة بأنك لن تكتسب أرباحا متوقعة على استثمارك ، وهناك أيضا مخاطرة إمكانية خسارة استثمارك كلية. وعديد من العوامل ستدخل فى قرارك كم من المخاطر ستتحملها للمكافأة الكامنة التى تقدمها الأوراق المالية، وعليك أن تدخل فى إعتبارك ، بين أشياء أخرى ، دخلك السنوى المتاح وصافى ملكيتك ، كذلك احتياجاتك من الدخل فى المدى القصير (مثل الأجازة والتحسينات لمنزلك)، وكذلك احتياجاتك من الدخل فى المدى الطويل (مثل المصروفات الجامعية والدخل بالمعاش). ادخل فى أعتبارك أيضاً عما إذا كنت الشخص الذى يمكنه التعامل مع اللايقين الذى يتأتى مع الاستثمار فى الأوراق المالية. وما إن أدخلت هذه العوامل فى إعتبارك ، فقد يمكنك أن تشتق ما يسميه بعض المخططين الماليين عن مخاطرتك / مكافأتك بـ **"نبذة مختصرة profile"** . وعموما ، فالأشخاص الأصغر سنا ذو المسئوليات القليلة عائليا قد يمكنهم أخذ درجة أعلى من المخاطرة لكى يكون لهم فرصة فى

التكوين الرأسمالى capital appreciation التى يمكن أن تُوجدها لهم استثمارات حقوق الملكية equity investment.

* *

الفصل الرابع

تصميــم الـورقــة المــاليـة

Security Design

إنـه مـن المفيد التفكير فـي الأوراق الماليـة مـثل الملابـس ، فـالأوراق الماليـة تتباين فـي تعقيداتها ووظائفهـا ، فالورقة الماليـة يمكن أن تكون بسيطة مثل الفستان الأسود التقليدى أو البدلة الزرقاء ، أو أن تكون مبرقشة مثل فستان زفـاف الأميرة دينـا. فبصرف النظر عن أسلوب أو تصميم الورقة المالية ، إلا أنـه لكـى تكون ناجحة ، فعليها أن تناسب احتياجات المشترين. فمناسبتها بما فيه الكفايـة لإحتياجات المشترين يجعل الورقة الماليـة تقليدا classic لا يتوارى أسلوبـه أبداً، وبمناسبتها لقلة فقط من احتياجات المشترين ، تصبح معهـا قمة لموسم واحد ثم تختفى بعدها الموضة.

والفصول التالية تستعرض بعضا من التصميمات الرئيسية المستخدمة من بعض منظمى structure الأوراق المالية " مُصمِّمى " وتناقش بعضـا من الأسباب التـى يمكن أن يختار المصمم أسلوبا واحدا دون آخر . وسننظر إلى بعض الأدبيات التقليدية ونستعرض قليلا من الموضات.

**

الفصل الخامس

السهم العادى – الورقة المالية الأساسية لحق الملكية

Common stock - the basic equity security

تحتاج شركة Z إلى أموال ، وأنت نائب الرئيس الذى فى كنفك مشروع تكوين المال raise money . والمال يُحتاج إليه لمشروع حاسم لمستقبل الشركة – بناء مصنع لأحدث تقنية للكمبيوتر . وتجلس أنت و 12 نائب رئيس آخرين حول مائدة ماهوجنى لتبادل العصف الذهنى . وأنت تقرر أولا:

1- كم كثيرا من المال يتطلبه المشروع؟
2- كم مبكرا سيحتاج إلى المال ؟
3- ما إذا كان المال سيحتاج إليه كله مرة واحدة أم سيستغنى عن ذلك بكميات متعاقبة staggered ؟
4- كم كثيرا يمكن للشركة دفعه للحصول على المال؟

يقترح أحدهم السحب من أحد خطوط الائتمان القائمة لشركة Z التى تحتفظ بها فى مصرفها. تُرفض هذه الفكرة لأن الفائدة على الدين تكون حاليا عالية جدا فى ظل الائتمان. البعض الآخر يقترح التوجه إلى المصرف الحالى أو مصرف جديد والحصول على قرض بسعر فائدة السوق الأكثر انخفاضا حاليا – ولكن ما زال سعر الفائدة أعلى مما ترغب شركة Z فى دفعه. إلى جانب ذلك ، فالبنوك عادة ما تتطلب رهنا موازيا collateral ، و لاترغب Z فى ربط رهنها لطول الوقت الذى تتطلبه البنوك.

وتقترح أنت أن الشركة قد تكوّن المال raise من الجمهور . ويتراءى لك أن هناك فقط طريقتان لتكوين المال ، إحداها أنه يمكنك الاقتراض مقابل الأصول أو المكانة الائتمانية credit standing للشركة بإصدار ورقة دائنة ، والثانية ، أنك تستطيع بيع جزء من الشركة ، وبذلك تجعل الجمهور شريكا جزئيا فى الشركة بإصدار ورقة مالية بحق الملكية equity security . وكل الوسائل من استخدام الأوراق المالية لتكوين مال من الجمهور يتضمن اصدار مشتقات derivatives من حق الملكية أو ورقة مالية دائنة debt security أو بعض التوافيق من كليهما . والرأى السائد حول مائدة الاجتماع هو بيع جزء من الملكية ، والاداة لتكملة هذه الصفقة هى الورقة المالية الاساسية لحق الملكية المسماة الاسهم العامة common stock .

بيع جزء من ملكية الأعمال business له محاسنه ، فبعدم التشابه مع الاقتراض ، فليس هناك مُقرضِين creditors ، لا تواريخ واجبة ، و لا عقوبات تأخير إذا افتقدت الشركة تاريخ الدفع. هذا بالإضافة، إلى عدم التشابه مع بيع الأصول ، فبيع الأسهم العامة لا يتطلب منك نقل أى جزء من الأصول الصعبة للشركة Z للمالك الجديد . فمثلا ، إذا بعت 20% من أسهم Z ، فالأسهم لا تخول لحائز الأسهم القيام بإدعاء لحاسبات آلية معينة أو عقارات معينة أو مكاتب معينة . فبدلا من ذلك ، فحائز الأسهم يعتبر مالكا لسهم غير مُقسَّم لقيمة الأعمال : إذا كانت كل أصول Z الملموسة والغير ملموسة قد أضيفت لبعضها وطُرحت منها النفقات، فحائز الـ 20 % للاسهم سيمتلك 20 % من إجمالى القيمة النهائية المحسوبة bottom line.

ومالكو الأسهم لشركة ، بإختلافهم عن المشاركين فى شركة تضامنية partnership أو الملكية الخاصة الفردية sole proprietorship ، لهم تحكم قليل فى القرار الخاص بأن يصرف لهم من عدمه نصيبهم الجزئى proportionate من أرباح الأعمال فى شكل توزيعات كل عام. والقرارات

بصرف توزيعات نقدية أو إعادة استثمار الأرباح فى المؤسسة – مثل غالبية القرارات الإدارية الأخرى المؤثرة فى الشركة – هو الدائرة الخاصة بالجهاز التنفيذى لمجلس الإدارة ، وليس حملة اسهمها . لذلك ففى حالة الأسهم العامة ، فالشراء يُنظر إليه كتصويت بالثقة فى إدارة الشركة وسياستها المالية. والمحاسن لمشترى أسهم الملكية ، عديدة، فأحدها هو أن القانون يعتبر حامل الأسهم مالكا ولكن بمسئولية محدودة. لذا فحامل الأسهم له فرصة فى مشاركة الثروة الغير عادية أحيانا التى خلقتها الشركة بنموها بربحية. وعلى الجانب الآخر ، إذا اصاب الشركة سوء الحظ مثل حكم محكمة ضدها بقيمة بليون جنيه، فخسارة حامل الأسهم تكون مقصورة على قيمة أسهمه. والأصول الأخرى لحامل الأسهم – منزل، حسابات مصرفية ، أسهم فى شركات أخرى – ليست عرضة للحظ السيء لـ **Z** .

* *

الأوراق المالية الدائنة : نظرة عامة

تمثل الأوراق المالية الدائنة وعدا من الشركة المصدرة، بالدفع. والسند (بدون ضمان) debenture هو وعد – أنا مدين لك I owe you **(IOU)** – بالدفع لحامل السند طبقا لشروط ذلك السند. ويمكن بالإشارة إلى الفصل الثانى أن تلك الأوراق المالية الدائنة يمكن تصنيفها إما "بدون ضمان" أو "بضمان secured". والورقة المالية يقال عنها "بدون ضمان" إذا كان وعد الشركة بالسداد (IOU) مدعما فقط برغبة الشركة وقدرتها على الدفع ، بمعنى مصداقيتها الائتمانية العامة creditworthiness . والورقة المالية تكون "بضمان" إذا ساندها تعهد برهن مواز خاص، مثل عقار أو جهاز . وحقيقة ، فالمصدر يقول للمستثمر "إذا لم أسدد لك، تستطيع أن يكون لك حق فى أصلى المُرتهن.

والتمييز بين الدين "بدون ضمان" و "بضمان " يكون حرجا فى حالة إفلاس المصدِر . إذ فى حالة الافلاس ، فالمستثمرون بضمان لهم ادعاءات Claims ضد أصول مرتهنة معينة ، ولكن المقرضون "بدون ضمان" يُصرف لهم من أى أصول عامة متبقية للمصدِر. وكنتيجة ، فالمقرضون "بدون ضمان" يمكنهم فقط إستلام كسر صغير من كل جنيه من ادعائهم، وكأى قرض ، فشروط السند "بدون ضمان" تعكس توقعات الجانبين . والكمية الأساسية للقرض ، و الفائدة ، وميعاد الاستحقاق لسداد القرض ، وعقوبات السداد المتأخر هى شروط تقليدية للسند " بدون ضمان " وفى تقرير امكانية شراء السند "بدون ضمان " فالمستثمر عليه أن يجرى تحليلا مطابقا غالبيته لما يجريه موظف القرض بالمصرف ، بمعنى أن على حامل ذلك السند " بدون ضمان" أن يُقيِّم احتمال أن الشركة المصدِرة ستسدد مديونيتها IOU .

والعوامل التى على المستثمر أن يزنها فى تقييمه تشمل :

1) ما إذا كانت الشركة لها تاريخ لسداد ديونها فى مواعيدها (رتبتها الائتمانية)؟
2) الصحة المالية العامة للشركة
3) أى مؤشرات أخرى غير ملموسة أو ملموسة ، لرغبة الشركة وقدرتها على سداد ديونها، هذا بالإضافة إلى مستقبل الشركة prospectus والتقارير السنوية ، وهذه المعلومات يمكن الحصول عليها من عدة مصادر (مواقع وفروع هيئة البورصة المالية ، ومكتب الإدارة المركزية للمحاسبة بها).

وعلى المستثمر أن يقرر أيضا ما إذا كانت كمية الفائدة التى ترغب الشركة فى دفعها ، تقدم تعويضا ملائما عند المقارنة مع استثمارات بديلة. وعلى غير البنك الذى يقدم قرضا، فحامل السند "بدون ضمان " ليس حرا كلية للتفاوض لتعويض سعر الفائدة أمام المخاطرة بعدم السداد. لماذا؟ لأنه بحلول الوقت الذى تقدم فيه السندات "بدون ضمان" للذين سيكونون مشترين ، فسعرها قد تحدد من قِبَل المحيط السوقى ، عارضا على المستثمر قرار أخذه أو تركه.

ومن وجهة نظر الشركة المصدِرة ، فالقرار باصدار السندات " بدون ضمان" سيكون قد صُدر بعد استعراض تكلفة الأقراض فى المحيط السوقى. عامل آخر يمكن أن يؤثر بشدة على قرار المصدِر لأوراق مالية دائنة (مثل السندات أو السندات "بدون ضمان") للجمهور العام بدلاً من الحصول على قرض من مصرفه ، هو المسئولية الشخصية personal liability . بمعنى أنه لقروض بعدة ملايين من الجنيهات فالعديد من المصرفيين سيطلبون من رئيس الشركة الخاصة private الضمان الشخصى للقرض الكبير. وعلى العكس من ذلك ، فالمصدِر لأوراق مالية للجمهور العام لا تتضمن مثل تلك

الضمانة. وأمام الاختيار بين وضع أعناقهم شخصيا للملايين من الدين أو دفع أبناط زيادة من الفائدة للمستثمرين عند أصدار أوراق مالية ، فالعديد من الأعضاء المنتدبين يلجأون إلى جعل شركاتهم تدفع التكلفة الزائدة عند الطرح للجمهور . وتكلفة المال للمُصدِر ستعتمد على حجم القرض ، و مرة ثانية ، فيجب أن تُصدر عقب وثيقة indenture ذات النسختين التى يظهر بها تعيين أمين عام trustee نائبا عن حملة أسهم الدين . وشروط أساسية معينة للأمين العام يحددها القانون الفيدرالى الامريكى ، مثل تطلُبه من الأمين العام أن يكون مستقلاً عن المصدِر، ويقوم بحماية مصالح حملة السندات.

* *

الفصل السابع

أســـاســيــات للـســنـدات

مثل السندات "بدون ضمان معين debenture" ، فسند الشركة هو إصدار من نوع أنا مدين لك IOU. ولكن السند IOU له ضمان مواز من أصول معينة للشركة ، والتى يمكن أن تُصادر بممثل لحملة السندات (عادة الأمين العام trustee) إذا فشلت الشركة فى سداد رأسمال القرض أو الفائدة عند إستحقاقها.

إستحقاق الدين maturity : ويشير إستحقاق الدين إلى التاريخ الذى يستدعى فيه عقد الورقة المالية المُقترض ، أو المصدِر ، لسداد الاستثمار المبدئى للمستثمر . وغالبا فشروط السند تسمح بإستدعاء أو استرداد السند مبكرا عن تاريخ الاستحقاق بناء على خيار المصدِر ، وأنه لمن الأهمية أن يعرف المستثمرون تفاصيل مثل تلك الخَيَارات Options.

الأوراق المالية الدائنة مثل السندات "بدون ضمان معين " أو السندات bonds(لحامله) ، تتباين فى طول مدة إستحقاقها ، ما بين أسبوعين إلى عدة عقود. فإذا كان تاريخ الاستحقاق هو ثلاث أشهر (منتجات مثل ذلك تسمى أحيانا كمبيالات bills) ، فعلى سبيل المثال ، فحاملى الورقة المالية يمكن ان يتوقعوا إستردادها فى نهاية فترة الثلاث أشهر ، مالم يقدر المصدِر على السداد default، وما يسمى IOU لحامل الورقة المالية.

ولكثير من الأوراق المالية المعقدة مثل التزامات الرهن العقارى CMO، فقد نوقشت بتفصيل أكثر فى فصل الأوراق المالية ذات الطرف الثالث الوسيط، ومفهوم الاستحقاق يعمل بنفس الطريقة . وحائز الورقة المالية يسمى حائز السند noteholder، يتعاقد لإقراض مال للمدين / المصدِر فى مقابل استلام غلة – ربح عند نقطة زمنية معينة ، التى هى تاريخ إستحقاق

الورقة المالية لـ COM . زد على ذلك فاسترداد السند redemption مبكرا عادة ما يُعاقب بخسارة فى الغلة – ربح فى حالة حائز السند أو عقوبات دفع فائدة فى حالة المصدِر .

سعر خصم Discount أو تحميل بفائدة Interest bearing :

فالورقة المالية الدائنة يمكن شراؤها بنسبة من قيمتها الاسمية par face value وبما يسمى ورقة مالية مخصومة ، فمثلاً ، الورقة المالية ذات قيمة إسمية بـ 10.000 جنيه يمكن أن تباع بـ 9800 جنيه ، مسددة 10.000 جنيه عند الإستحقاق .

وعلى عكس التخصيم ، فالأوراق المالية الدائنة ذات الفائدة تُشترى عند قيمة إسمية وتنص على تزويد المشترى بكمية معينة من الفائدة على مدى زمن الورقة المالية ، تدفع عادة على أقساط شهرية أو ربع سنوية.

* *

الفصل الثامن

الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وذات الدخل المتغير

تشير العبارة "**الدخل الثابت**" إلى ورقة مالية التى يُتوقع أن تدفع للمستثمر إجمالى كمية معينة من الغلة –ربح ، عادة على أقساط متساوية على المدى الزمنى للاستثمار . ومن ذلك فمعدل العائد على إستثمار الدخل الثابت ، محدد عند مستوى معين. وكل من سندات الشركات والحكومة والأسهم الممتازة عادة هى أوراق مالية ثابتة الدخل ، لأن معظمها يدفع فائدة أو توزيعات ثابتة. ولهذا السبب ، فالكثير من المستثمرين الذين يُقيِّمون كم كثيرا من المال ستجلبه إستثماراتهم لكى يخططوا ميزانياتهم ، مثل المحالين للمعاش حديثا أو المسنين أو المساهمين المحافظين – غالبا ما تتضمن محافظهم المالية الاوراق المالية ذات الدخل الثابت. والمخاطرة الرئيسية فى حيازة الأوراق المالية ثابتة الدخل هو التضخم ، فكلما زاد التضخم ، فالقوة الشرائية الحقيقية للغلة الربحية على الإستثمار ثابت الدخل ستهبط ، وذلك بالتالى يُنقص قيمة الورقة المالية. وكنتيجة ، فحامل الورقة المالية ذات الدخل الثابت لن يكون قادرا على بيع ورقته المالية مقابل القيمة التى دفعها فى المقابل.

والمصطلح " **الورقة المالية ذات الدخل المتغير** " يشير إلى الأوراق المالية ذات معدلات العائد التى تتباين طبقا لمؤشر index متفق عليه. ولهذه الأوراق المالية ، فتقلب معدلات الفائدة فى الاتجاه لأعلى هى أخبار سارة ، والتقلب فى الاتجاه إلى أسفل قد يكون سيئا أو جيدا ، ويعتمد ذلك على المؤشر المستخدم ، فمثلا ، الورقة المالية قد تزود بسعر فائدة مبدئى قدره 7 % مع زيادات أو إنخفاضات فى معدل العائد المرتبط بمؤشر معدل التضخم ، مع شرط بعدم هبوط العائد إلى أقل من 3 % ، وبذلك فحامل الورقة المالية له

بعض الحماية ضد الزيادات فى تكلفة المعيشة ، فإذا كان هناك كسادا ، فإن معدلها لن يهبط إلى أقل من 3 % .

المؤشـــر Index : وتُـستخدم المؤشـرات مـع الأسـهم الممـتازة ، والاوراق المالية المدعمة برهن عقارى ، والسندات ، وأوراق مالية أخرى مصممة للسماح للمعدل المدفوع للمستثمر للتعويم flaot فيما يتعلق بمقياس خارجى.

حساسية معدل الفائدة : يقال أن الورقة المالية حساسة لسعر الفائدة إذا تحركت قيمتها إلى أعلى أو أسفل مع تحركات فى أسعار الفائدة ، فالسندات ، على سبيل المثال ، يقال أنها حساسة لسعر الفائدة . فالسند المُشترى بـ 1000 جنيه والذى يغل 10% سيهبط فى قيمته إذا إرتفع سعر الفائدة ، وستزيد قيمته إذا إنخفض سعر الفائدة . فكم كثيرا النقصان أو الزيادة ؟ سيعتمد ذلك على تاريخ الاستحقاق date of maturity – عندما يتسلم حاملو السندات القيمة الاسمية 1000 جنيه من المُصدر ، فكلما قرب السند من تاريخ استحقاقه ، كلما قرب من قيمته الاسمية . وتصميم السند يمكن أن يجعل الورقة المالية أقل حساسية لتقلبات سعر الفائدة بعديد من الطرق ، فمثلا ، يمكن أن يُربط سعر الفائدة للسند إلى بعض المؤشرات الخارجية من التغير العام فى سعر الفائدة ، لذا ، فحيثما تتحرك معدلات الفائدة إلى أعلى فقيمة السند ستجرى تعديلا موجبا . وقيمة السند يمكن علاوة على ذلك أن تُحمى بتزويد عقد الورقة المالية بمؤشر يعمل فقط فى الاتجاه إلى أعلى ، بمعنى أنه إذا تحركت أسعار الفائدة إلى أسفل ، فالمؤشر سيتحرك ببطء على الجانب الهابط أو يبقى مستقرا عند معدل سفلى مُعطى.

* *

الفصل التاسع

الأصفــــار والـمتـحـــولّات

Zeros And Convertibles

بعض السندات ذات الخصم الكبير لا تدفع فائدة على الاطلاق حتى ميعاد الاستحقاق ، وتلك تسمى السندات **"ذات الكوبون الصفرى"** إلا أن نظرة مصلحة الضرائب الامريكية تقول أنه حتى ولو لم يستلم حائز السند فائدة حتى تاريخ الاستحقاق ، فحامل ذلك السند ستُحصَّل منه الضرائب على الفائدة المتحققة سنويا . **"والمتحوِّلة "** تشير إلى قدرة حائز الورقة المالية فى تبادلها مع ورقة مالية أخرى ، عادة تبادل الدين مقابل حق ملكية . لذلك فحامل السند ذى الكوبون الصفرى هو مُصدِر IOU حيث يدفع المشترى فى مقابله أقل من قيمته الاسمية ويتسلم قيمة إسمية عند موعد الاستحقاق.

إفترض أن لديك سند متحوّل ذى كوبون صفرى ، لمدة خمسة سنوات بقيمة إسمية 600.000 جنيه ، الذى إشتريته عند سعر خصم بقيمة 50.000 جنيه. وفى نهاية الخمس سنوات تتخير ممارسة حقك فى مبادلة سندك لما يكافؤه من أسهم عامة . وشرط السند يقرر أنه قد يمكنك مبادلة السند لما يكافؤه من عدد من الأسهم العادية ذات سعر 50 جنيه للسهم ، وبذلك ستتسلم:

50.000 جنيه ÷ 50 جنيه للسهم = 1000 سهم

والسند يمكن أن يكون له عدد ثابت من الأسهم بدلا من السعر ، فمثلا السند يمكن أن يكون أعطاك اختيار صرف السند مقابل 1200 سهم عند الاستحقاق ، وفى تلك الحالة فتكلفة سهمك تكون:

50.000 جنيه ÷ 1200 سهم = 41.77 جنيه

فإذا كان السعر السوقى للأسهم أعلى من 41.77 جنيه (زائدا العمولات وتكاليف تنفيذ أخرى) ، فإنك تحقق ربحا فى الحال بإختيارك للتحويل. ولكن

كن على بينة بأن – متوقفا على النسبة التى قد يمكنك تبادل الدين بحق الملكية – التحويل قد يضعك فى موقف تدفع فيه أكثر لأسهم حقوق الملكية عما ستدفعه إذا أنت ذهبت ببساطة إلى السوق وقمت بشرائها . لاحظ أن الشركة المصدرة قد تُصمم السند المتحوّل ذى الكوبون الصفرى بطريقة تحد أو حتى تستبعد إنفاقها النقدى.

* *

الفصل العاشر

الاســـــهم الـممتـــازة

Preferred Stock

يمكن للمصدِر أن يصمم فئة من الأسهم ، التي مثل الأسهم العادية ، تمثل ملكية لحقوق الملكية في الشركة المصدِرة ، ولكنها أيضا تحمل إمتيازات معينة . وهذه الامتيازات عموما تحوى الحق لأن يُصرف لها توزيعات قبل الصرف لحملة الأسهم العادية والحق في إستلام كمية معينة في شكل توزيعات كل عام . وتلك حقوق الصرف للأسهم الممتازة تُقدِّم رتبتها على الأسهم العادية ولكن لا تتعدى مصالح المقرضين creditors الخارجيين مثل حائزى السندات . فإذا فشلت الشركة في أى عام في صرف توزيعات لحملة الأسهم الممتازة ، فالالتزام بصرف التوزيعات يمكن أن يتراكم حتى العام التالى أو العام بعد ذلك (أوحيثما وجدت الشركة أخيرا نفسها قادرة على صرف التوزيعات) . والأسهم الممتازة بهذه السمة تسمى "ممتازة تراكمية" وبهذا المعنى فالأسهم الممتازة التراكمية تماثل ورقة مالية دائنة مثل السند. والتماثل العائلى بين السندات والأسهم الممتازة يكون قويا بطريقة اخرى . والممتازة ، ما لم تكن "مشاركة " (انظر لا حقا) والسندات ، على غير الأسهم العادية ، لا تشترك في إحتمالات النمو في صافى أرباح الشركة . فكما أن مكافأة حائز السند تكون قاصرة على كمية ثابتة من الفائدة ، فمكافأة حائز الأسهم الممتازة تكون مقصورة على التوزيعات المعتادة.

والأســـهم الممـــتازة يمكـــن أيـــضا أن تحمـــل ســـمات "المـــشاركة participation" وحائزو الأسهم الممتازة المشاركة يُدفع لهم بطريقتين. أولا، فإنه يصرف لهم قبل حملة الأسهم العادية من صافى الدخل المتاح لإستيفاء حقوق التوزيعات الثابتة ، وحينئذ يصرف لهم ثانية ، مع حملة الأسهم العادية ،

من صافى الدخل المتبقى . وليس مثيرا للدهشة أن يقال عن الأسهم الممتازة أنها " تعمل مثل السندات " بمعنى أن القيمة السوقية للأسهم الممتازة تتقلب حسب المعدلات العامة للفائدة، ومكتسبات الشركة ، و تخوفات السوق. وهذا التناظر لا يبرهن نفسه دائما فى عالم الواقع لأسباب غير معروفة لأكثر المحللين الكميين الأذكياء أو للمحلل النفسى للسوق ، ولكن مع ذلك ، فحكم التجربة ما زالَ يُستخدم .

وبالرغم من أن حائزى الأسهم الممتازة يُدفع لهم فقط بعد كل ما يستوجب دفعه لحائزى السندات من فائدة وأى رأسمال أساسى ، فالأسهم الممتازة تحمل منافع أساسية عن السندات لمستثمرى الشركة. فعلى سبيل المثال ، إستثمار شركة فى الأسهم الممتازة لشركة أخرى ، يُخول لها أن تستبعد 85 % من كل التوزيعات التى تستلمها من دخلها الخاضع للضريبة (فى النظام الامريكى) ، وليس هناك إستبعاد مماثل لدخل السندات. والنتيجة أن مستثمرى الشركة لهم حافز قوى لشراء الأسهم الممتازة عن ما يشابهها من أسعار السندات.

* *

الفصل الحادى عشر

الأوراق المالية للحكومة الأمريكية

هناك ثلاث أنواع من تلك الأوراق تسود السوق اليوم – أذون خزانة Treasury Bills وتسمى T-Bills ، تعهدات خزانة Treasury notes ، وسندات خزانة Treasury bonds . وكل من هذه الأوراق المالية الحكومية تمثل ما تدين به الحكومة لحاملها، معضدة بكل الثقة والائتمان من الحكومة . والمخاطرة الوحيدة التى يواجهها المستثمر هى أن الحكومة ستكون غير قادرة على الدفع default ، وهى مخاطرة يراها السوق تؤول إلى الصفر . ولهذا السبب ، فغالبا ما نسمع بأن الأوراق المالية الحكومية كأكثر الأوراق المالية المتاحة " أمانا" . ولما كان الأمان هو عادة ما يتحصل عليه كمفاضلة للغلة ، فمعدل الفائدة على الأوراق المالية الحكومية ، كما تحدده عملية المزايدة (طرح الأوراق المالية) auction الموصوفة لا حقا ، يتخلف تقليديا وراء سندات الشركات ذات نفس القيمة الأساسية ومدة الإستحقاق.

عملية المزايدة: أسعار الأوراق المالية الحكومية تقرر بالمزاد فى جميع فروع بنك الإحتياطى الفيدرالى (البنك المركزى فى العرف المصرى) ، وكم كثيرا يُجرى المزاد للورقة المالية الحكومية ، فيعتمد على نوعها . فمثلا أذون الخزانة 3 أو 6 أشهر يجرى المزاد عليها كل يوم اثنين ، بينما الأذون المالية لمدة عام يُجرى عليها المزاد شهريا ، عادة خلال الأسبوعين الأوليين من الشهر . ولتكتشف متى يأخذ المزاد مكانه ، تستطيع أن تتصل بأقرب بنك أو مكتب إستثمارى قريب منك الذى يتناول أوامر الأفراد المستثمرين لدى بنك الاحتياطى الفيدرالى . وتكلفة الدخول فى المزاد لأذون الخزانة هو 50 دولار،

بصرف النظر عن فئة أذون الخزانة ، فإذا إشتريت مباشرة من البنك الفيدرالى الاحتياطى فلا يتقاضى أى أتعاب .

كيف تختلف أذون الخزانة ، سنداتها ، و أوراق تعهداتها ، عن بعضها ؟ ولو أنهم كلهم سندات دين ، فهم يختلفون فى طول مدة إستحقاقاتهم ، فأذون الخزانة هى أقصرهم فى مدة الإستحقاق ، وتعهدات الخزانة هى أوسطهم ، والسندات أطولهم . وتختلف المنتجات أيضا فى كمية الحد الأدنى من المال الذى يجب أن تستثمره لشرائها ، والجدول التالى يلخص كيفية إختلافهم.

مدة الاستحقاق	الحد الأدنى للاستثمار	التزايدات	ميعاد المزاد
أذون الخزانة T- Bills			
3 أشهر	$ 10.000	$ 5.000	كل يوم اثنين
6 أشهر	10.000	5.000	كل يوم اثنين
عام واحد	10.000	5.000	شهريا
تعهدات الخزانه T - notes			
2 سنة	5.000	5.000	شهريا
3 سنة	5.000	5.000	ربع سنوى
4-10 سنة	1.000	5.000	ربع سنوى
السندات الحكوميه T - bonds			
10-30 سنة	1.000	-	ربع سنوى

**

الأوراق المـــاليـة الناقلة للتدفقات النقدية

Pass – Through Securities

وكما أن السهم العادى هو ورقة مالية لحق الملكية ممثلا لملكية جزئية فى الشركة المُصدرة له، فالورقة المالية الناقلة للتدفقات (median) تمثل جزءا ضئيلا من الملكية فى أصل معين أو مجمع من الأصول pool، وهذا اللقب يعنيها بالضبط . ففى ظل هذه الآلية ، فالشركة ، التى قد تكون أيضا بائعة للأصل ، تتفق على تحصيل التدفق النقدى المتولد من الأصل وتمريره إلى الملاك الحقيقيين للأصل ، حاملى الأوراق المالية ، طبقا لشروط إتفاقية الورقة المالية الناقلة للتدفقات . ومحصل التدفق يسمى الخادم Servicer. وفى حالة ورقة مالية من هذا النوع المدعم برهن عقارى ، فالخادم يتفق على تعهده بتولى إدارة وظائف house keeping function مثل تحصيل مدفوعات الرهن العقارى وتنسيق عملية حبس العقار المرهون foreclosure إذا تطلب الأمر .

وهذه الورقة المالية ذات قيمة الوسيط لحق الملكية لها تصميم جذاب لمصدرها ، فالشىء واحد إذا بنى المصدِر الصفقة بعناية ، فذلك يستوجب عليه أن يمحى الأصول من دفاتره . وهذه الإزالة من صفحة الميزانية يمكن أن تجلب له وفورات ضرائبية . زد على ذلك ، إذا كان المصدِر مؤسسة مصرفية، فهذه المعالجة للازالة من صفحة الميزانية يمكن أن تقلل كمية النقد الاحتياطى التى تتطلب من المُصدِر بأن يحُافظ عليها مقابل الأصول.

وتلك الأوراق المالية الناقلة للتدفقات Mortgage Pass-Through Securities هى أوراق تنتقل من خلالها التدفقات النقدية لمحفظة قروض

عقارية إلى مستثمرين فى أوراق مالية تم توريقها من تلك المحفظة Securitization (أنظر فى معجم المصطلحات).

* *

الفصل الثالث عشر

تـعــزيــزات الائـتـمـــان

Credit Enhancements

وكما سبق فالسندات ، " بدون ضمان معيَّن debentures" هى وثائق المصدر بأنه مدين لك IOU . والسندات : " بدون ضمان " يدعمها فقط وعد من المدين / المصدر بالسداد ، بينما هى وثائق على المدين بأنها مضمونة برهن مواز من المدين / المصدر . ولجمع مخاوف المستثمرين بخصوص أمان الكمية الأساسية موضع الاستدانة ، فيمكن للمصدر استخدام " التعزيز الائتمانى" أو " المساندات الائتمانية credit support" مثل خطابات الائتمان التى يصدرها البنك لصالح حامل السند ، والأرصدة الاحتياطية.

خطاب الاعتماد Letter of Credit " LOC " هو تعهد من البنك بالدفع للمستفيد الذى يحدده عملاؤه ، إذا توافرت ظروف معينة. وعلى وجه الخصوص فخطاب الاعتماد هو خطاب إلى بنك من أحد عملائه يسأل البنك على الاتفاق للدفع إلى طرف ثالث كمية معينة تحت ظروف معينة. افترض على سبيل المثال ، أنك تخطط لشراء أوراق مالية من شركة Z ، ولإضافة قيمة لهذه الأوراق المالية ، فالشركة Z تتحصل على خطاب اعتماد من بنكها لصالحك ، المستثمر . وتتطلب شروط خطاب الائتمان من البنك أن يدفع لك إذا فشلت شركة Z فى الوفاء بالتزاماتها فى ظل الضمان . ومن هنا ، فخطاب الاعتماد يعمل كتعزيز ائتمانى للأوراق المالية التى أصدرتها شركة Z لك ولمستثمرين آخرين . وفى مقابل وعدها بالاعتراف بخطاب الاعتماد حسب شروطها، فالبنك يتقاضى رسما fee من شركة Z لمنح خطاب الاعتماد. ويمكن أن يقاضى المستثمرون البنك إذا فشل فى دفع LOC طبقا لشروطه.

ويقع خطاب الائتمان فى فئتين ، مباشرة وجاهزة standby . وخطاب الاعتماد المباشر يمكن أن يُسحب عليه فى الحال من قبل الشخص الذى لصالحه مُنح خطاب الائتمان بمجرد استحقاق الضمان . والمستفيد ليس عليه أن يسأل المصدر استيفاء الالتزامات المشار إليها أو لا قبل الاقتراب من خطاب الاعتماد.

* *

الأوراق المالية الناقلة للتدفقات : الحكومية والشبه حكومية والدفعة الأولية

U.S. Government and Quasi – Government
Pass – through and Pay - Downs

جينى ماى ، فانى ماى ، فريدى ماكس : هى مؤسسات أسماؤها هى كلمات مركبة من أوائل كلماتها الانجليزية ، وتشترك هذه المؤسسات فى أن كل منها يشير إلى أوراق مالية لها إنطباع ، بأنها مضمونة من حكومة الولايات المتحدة الامريكية ، مُمثّلة مباشرة أو من خلال إحدى وكالاتها . لذا فالأوراق المالية مضمونة وتساندها الثقة والانتمان الكامل من الحكومة الأمريكية ، كبركة سحرية التى تعنى أن حامل الورقة المالية يمكنه أن ينام مرتاح البال ليلا ، ضامنا معرفة أنه إذا لم يدفع المصدِر أو لم يستطع ، فالعم سام (الاسم الرمزى للدولة الأمريكية) سيدفع .

جينى ماى Ginnine Maes : هى أوراق مالية تضمنها هيئة الرهونات العقارية القومية الحكومية Government National Mortgage Association (GNMA). وهى مملوكة كليا وتديرها إدارة الاسكان والتنمية الحضرية HUD ، والتى يرأسها وزير دولة (بدون حقيبة وزارية) فى مجلس وزراء الرئيس الامريكى . وفى عام 1970 أصدرت **جينى ماى** أول ورقة مالية ناقلة للتدفقات . وهذه الأوراق المالية فى الواقع العلمى تصدرها شركات خاصة ولكن تحمل ضمانة **جينى ماى** . وفقط الرهونات العقارية التى تصدرها إدارة المحاربين القدماء VA أو الإدارة الفيدرالية للإسكان FHA ، يمكن أن تُستخدم فى الصندوق المشترك Pools **لجينى ماى** المضمونة . **وجينى ماى**

تضمن للمستثمرين فى أوراقها المالية السداد المتزامن لكل من القرض الأساسى والفائدة وذلك كل شهر من الصندوق المشترك لها للذين يستثمرون فيه ، مطروحا منه رسما للمقرض نظير خدمة مدفوعات الرهن العقارى . لذا فالمدفوعات على الأوراق المالية لـ **جينى ماى** تحوى كل من الفائدة والعائد على القرض الأساسى . والأخير يمكن أن يمثل مصيدة للمستثمرين غير المدققين.

لنفرض أن الرهونات العقارية فى الصندوق المشترك لـ **جينى ماى** لها متوسط سنوى بسعر فائدة قدره 11 % . ماذا يحدث إذا هبطت أسعار الفائدة إلى 7 % ؟ الكثير من المرتهنين سيقررون إعادة التمويل ، متحصلين على صك رهن جديد عند سعر فائدة أقل ودفع الرهن القديم . فبسقوط الرهون العقارية القديمة ذات سعر الفائدة 11 % خارجة من الصندوق المشترك لـ **جينى ماى** ، فالأرصدة القائمة من قيمة القرض الأساسى تمرر للمستثمرين فى كمية واحدة Lump – sum من السداد المبكر، وهذا يمكن ان يكون أخبارا غير سارة للمستثمرين . وبدلا من إستلام ، ولنقل 500 دولار شهريا للـ 15 عاما التالية، فالمستثمرون قد يستلموا كمية واحدة من المدفوعات لغالبية أو كل استثماراتهم ، وبالتالى لا يتسلموا الفائدة التى كانوا يظنون أنها " مضمونة guaranteed" . مثل هؤلاء المستثمرين من المحتمل أن يفقدوا أموالا على الصفقة لأن الفرص البديلة الاستثمارية المتاحة لمستثمر جينى ماى ستدفع معدلا أقل .

ومخاطرة السداد المبكر هى أساسا " كارت جوكر" للرهن العقارى المدعَّم أو لهذا الموضوع ، لأى أوراق مالية مُدعَمة. والعديد من الابتكارات الهامة المبكرة للأوراق المالية المدعمة كان يحفزها الرغبة فى إزالة أو تقليل المخاطرة للمستثمرين ، بأن المدفوعات المبكرة سيُتخلص منها فى كنفهم. واليوم ، تتكاتف المصارف الاستثمارية الكبرى مع أشخاص بارعين

Whizzes (يُسمُّون الكميُّون quants) الذين فى بحث مستمر عن نموذج رياضى متقن للمدفوعات المبكرة الذى سيجلب مقياسا جيدا للاستقرار طويل المدى لسوق الأوراق المالية ذات الدعم العقارى التى تربو قيمتها على ما يزيد عَن 700 بليون دولار.

فانى ماى Fannie Maes : تأسست أصلا عام 1968. والهيئة القومية الفيدرالية للرهن العقارى Federal National Mortgage Assoc (FNMA) **أو فانى ماى هى شركة خاصة أسستها حكومة الولايات المتحدة الامريكية ، ويجرى تبادل أوراقها المالية فى بورصة نيويورك . وأوراقها المالية لا يدعمها ثقة وإئتمان الولايات المتحدة ، وهى تُدعَم فقط** بضمان شركة **فانى ماى**، ولو أن الكثيرين فى السوق من المتعاملين مع الأوراق المالية الحكومية لا يثمنون **فانى ماى** لتعكس إنخفاضا أقل فى صحة مصدقيتها عن **جينى ماى** لأنهم يعتقدون أن الحكومة الفيدرالية ستكفلها ، إذا الهيئة واجهها ارتباك مالى . **فانى ماى** عرضة لنفس مخاطر السداد المبكر مثل **جينى ماى** ، وكلاهما يضمنان السداد المتزامن للقرض الأساسى والفائدة.

فريدى ماكس Freddie Macs : وهى أوراق مالية تدعمها صناديق رهونات أصدرتها الشركة الفيدرالية لرهونات قروض المنازل Mortgage Fedral Home Loan Corporation **(فريدى ماكس)** وتحمل ضمانة **فريدى ماكس** للسداد المتزامن لأصل القرض والسداد النهائى للفائدة. وطرحت أول أوراق مالية (التزامات رهن عقارى CMO) لها عام 1983 . وهيكل CMO يمكن أن يوصف بأنه توليفة من هيكلين تعومل معهما فى فصول سابقة ، الورقة المالية لحق الملكية وذات قيمة الناقلة للتدفقات والسند . والسداد لما يسمى IOU يماثل تركيبة إيراد السندات الصناعية المماثلة، مثل التى تُدفع من إيرادات متولدة من مشروعات خاصة مثل مرافق الغاز والكهرباء.

هذا وقد أنشيء فى مصر حديثا (عام 2005) الهيئة المصرية لتمويل الاستثمار العقارى ، لتسهيل تملك العقارات وتحريك رءوس الأموال بزيادة دوران رأس المال.

**

إعـطــاء رتــب للـسـنـدات

Bond Rating

إن الغـرض الرئيـسى مـن إعطـاء الـرتب للـسندات هـو مـساعدة المـستثمرين علـى تقيـيم asses احـتمال أن ديـن الـسند سيـسدد. والعديـد مـن الـوكالات الكبـرى التـى تعطـى الرتبة، بما فيهم **مودى** ، **ستاندرد – آند بور** قد طـوروا أسـاليبهم لتقيـيم نوعية سندات الـشركات . وكـل وكالـة تحـاول قيـاس احتمال السداد المؤسس على تقييم للصحة المالية والاداء لمصُدِر السند.

مـودى Moody's : وكما شُرحت فـى دليلها المصرفى والمالى عام 1988 ، فهـى شركة لخدمات المستثمرين لها تسع فئات من رتب السند وحيث تقوم بإعطاء مرتبة للسندات تتزواح من **Aaa** وهـى أعلاها إلـى **C** وتمثل أقلها. وفيما يلى ملخصا لكل من التسع رتب للسند.

الرتبة Aaa

"وهـى لسندات قُدرت بأنها الأعلى مرتبة. فهم يحملون أقل درجة من مخاطر الاستثمار، وعموما يشار إليها بـ " الأفضلية الذهبية gilt edge ". ومدفوعات الفائدة بحميها هامش حَدى كبير متميز ، والقيمة الأساسية آمنة. وبينما يمكن من المحتمل أن تتباين عناصر الحماية، فمثل هذه التغيرات التى يمكن التبصير بها بأن من غير المحتمل أن يضعف الوضع القوى الأساسى لمثل هذه الاصدارات"

الرتبة Aa

" وهى لسندات قُدِّرت بأنها من جودة عليا بكل المقاييس. ومع مجموعة **Aaa** فهما يُعرفان عموما بجودة عليا للسندات . وتقديرها أقل من **Aaa** لأن هوامش الحماية يمكن أن لا تكون كبيرة مثل **Aaa** للأوراق المالية أو لأن التذبذبات فى العناصر الحمائية قد تكون أكبر أو قد يكون هناك عناصر أخرى حاضرة التى تجعل مخاطر المدى الطويل تظهر أكبر نوعا ما مما فى **Aaa** للأوراق المالية "

الرتبة Ā

" وهى لسندات قُدرت لها الرتبة **A** ، وتمتلك العديد من السمات الاستثمارية المستحبة ، وتعتبر من درجة الالتزامات فوق المتوسط. والعوامل المعطية أمانا للقرض الأساسى والفائدة ، تعتبر ملائمة ولكن إمكانية وجود عناصر غير حمائية معينة ، تقترح القابلية للضعف أحيانا فى المستقبل"

الرتبة Baa

" وهى لسندات ذات جودة متوسطة من الالتزامات ، بمعنى أنهم ليسوا عاليى الحماية أو مفتقرين الأمان. وأمان مدفوعات الفائدة والأساس يظهر ملاءمتهم للحاضر ولكن بعض عناصر حمائية معينة قد تكون مفتقدة أو قد تكون غير معتمد عليها فى أى زمن طويل . ومثل هذه السندات تفتقد خواص الاستثمار المتميز ، وفى الحقيقة لها صفات محفوفة بالمخاطر أيضاً"

الرتبة Ba

" وهى لسندات حُكم عليها بأن لها عناصر محفوفة بالمخاطر ، ومستقبلهم لا يمكن اعتباره مؤكدا أيضا . وفى معظم الأحيان فحماية الفائدة ورأس المال الأساسى يمكن أن تكون متوسطة جداً وبالتالى ليست ذات حماية خلال الأوقات الجيدة والرديئة مستقبلا. وتتصف السندات بلا يقين بوضعها فى ذلك"

الرتبة B

" وهـى لـسندات تفـتقد خـواص الاسـتثمار المـرغوب . والتأكـيد علـى مدفوعات الفائدة ورأس المـال الاساسـى أو المحافظـة علـى شروط أخرى من العقد على مدى أى فترة زمنية طويلة ، يمكن أن يكون ضئيلا"

الرتبة Caa

" وهى لسندات ذات موقف فقير . مثل هذه الاصدارات قد يمكن أن تكون فى حالة عدم القدرة على السداد default ، أو قد يكون هناك عناصر موجودة من الخطر بالنسبة لرأس المال الأساسى أو الفائدة"

الرتبة Ca

" وهى لسندات تمثل التزامات محفوفة بالمخاطر بدرجة كبيرة . مثل هذه الاصدارات غالبا ما تكون فى حالة عدم القدرة على السداد أو أظهرت قصورا ملحوظا"

الرتبة C

" وهى أقل فئات السندات رتبة ، والاصدارات يمكن أن ينظر إليها كأن لها توقعات فقيرة جداً فى الحصول على أى إستثمار حقيقى ملحوظ"

وفى دراسة لـ مودى لبيانات من الفترة 1941 إلى الثمانينيات ، أكدت كفرضية عامة إرتباط رتبة السند الأقل إنخفاضا مع المعدلات الأعلى من عدم المقدرة على الدفع default ، ومع ذلك فليس هناك نظام كامل لإعطاء رتب. فقيمة السند قد تتأثر بأحداث غير منظورة ، ولذلك لا يُجرى أخذها فى الحسبان من قِبَل الوكالات التى تقوم بإجراء ترميز الرتب.

تقييم مودى لسندات المجالس البلدية

Moody's Municipal Bond Ratings

وهى سندات تصدرها الولاية أو المدينة أو أى كيانات غير الحكومة الفيدرالية. وتستخدم مودى نفس الفئات التسعة أو الرتب التى تُطبَّق على سندات الشركات ، زائدة تقديرات خاصة قليلة التى تستخدم فقط لسندات الشركات.

ستاندارد – آند – بور (S&P) تنشر أيضا رتبا للسندات تختلف إلى حد ما عن تلك **لـ مودى** ، وهى:

الرتبة AAA

" وهى لدين له أعلى رتبة أعطتها S&P . والقدرة على دفع الفائدة وسداد رأس المال الأساسى ، يكون قويا جداً"

الرتبة AA

" وهى لدين له قدرة قوية جداً لسداد الفائدة ورأس المال الاساسى ، ويختلف عن الاصدارات الأعلى رتبة ، فقط بدرجة أقل "

الرتبة A

" وهى لدين له قدرة قوية على دفع الفائدة وسداد رأس المال الأساسى ولو أنه إلى حد ما أكثر حساسية للتأثيرات المعاكسة للتغيرات فى الظروف والأحوال الاقتصادية عن الدين فى الفئات الأعلى رتبة"

الرتبة BBB

" وهى لدين يُنظر إليه كمن له قدرة ملائمة على دفع الفائدة وسداد رأس المال الأساسى . وحيثما تُعرض عادة معالم حماية ملائمة ، فإن الأحوال الاقتصادية المعاكسة أو تغير الظروف ، من المحتمل جداً أن تؤدى إلى قدرة

ضعيفة على دفع الفائدة وسداد رأس المال الأساسى للدين فى هذه الفئة عنه فى الفئات الأعلى رتبة"

BB

B

CCC

CC

" والديون التى من هذه الرتب ، يُنظر ليها كتضارب يسودها بالنسبة إلى قدرتها على دفع الفائدة وسداد رأس المال الأساسى طبقا لشروط الالتزام . وتبين "**BB**" أقل الدرجات تضاربا و " **CC**" أعلى درجات التضارب. وبينما مثل هذا الدين من المحتمل أن له بعض خواص الجودة والحماية ، إلا أنه يغلب عليه ضخامة حجم اللايقينات أو التعرض الكبير للمخاطر من الظروف المعاكسة."

الرتبة C

" وهذه الرتبة محجوزة لدخل السندات ولا يدفع عنها فائدة"

الرتبة D

" وهى لدين يكون فى حالة عدم قدرة على السداد ، ودفع الفائدة و / أو سداد رأس المال الاساسى يكون متأخرا كثيرا"

(+)

OR

(-)

والرتب من " AA" أو " CCC" قد تُعدّل باضافة علامة زائد أو ناقص لاظهار الموقف النسبى داخل فئات الرتب الرئيسية.

" واستمرارية اعطاء الرتب مشروط باستلام S&P لصورة مُنفَّذة من الصفقات أو وثائق إتمامها مُعزِّزة الاستثمارات والتدفقات النقدية"

الرتبة NR

" وهى تبين عدم طلب تقدير الرتبة ، وأن هناك معلومات غير كافية على أساسها تُعطى الرتبة ، أو أن S&P لا تعطى رتبة لنوع معين من الالتزامات كسياسة عامة"

" والتزامات الدين للإصدارات خارج الولايات المتحدة ومناطقها تُعطى رتبا على نفس الأسس مثل الإصدارات المحلية للشركات والمجالس البلدية. و إعطاء الرتب يقيس مصداقية الملتزم ولكن لا يأخذ فى الاعتبار أسعار صرف العملات واللايقينات المتعلقة بذلك."

مستويات جودة الاستثمار فى السندات : فى ظل نظم البنوك التجارية الأمريكية الصادرة من مكتب مراقب عام العملة ، فالسندات ذات المراتب العليا الأربعة (BBB, A, AA, AAA) تُعرف عموما برتب درجة الاستثمار ، وينظر إليها كمؤهل للاستثمار المصرفى.

كلمات من التحذير حول اعطاء الرتب: ولو أن إعطاء رتب السندات تمثل تقييما assessment من قبل الهيئات المعنية بجودة السندات ، فهذه الرتب ليست توصيات لشراء وبيع السندات . اعتبر الرتب كجزء فقط من فحصك العام لمناسبة الاستثمار.

**

الفصل السادس عشر

دور أمناء الاستثمار فى الأوراق المالية

The Role Of Underwriters

" أمين إستثمار الاوراق المالية " هو مصطلح يشمل عددا متنوعا من المهام تقوم بها شركات تسمى " أمناء إستثمار الأوراق المالية" فيما يتعلق بجعل الأوراق المالية متاحة لاستثمار الجمهور. ويؤدى أمين الاستثمار وظيفة الوسيط ، بشراء الأوراق المالية من الشركة المصدرة بكميات كبيرة bulk وإعادة بيعها من خلال قنواته التوزيعية إلى الجمهور المستثمر. والربح الذى يحققه أمين الاستثمار هو الفرق بين السعر الذى يدفعه فى الأوراق المالية والسعر الذى يبيع به إلى الجمهور ، منقوصا منه رسوم ونفقات أخرى . وقدراتهم على توزيع الأوراق المالية يجعلهم نقاط جذب للشركات المصدرة التى غالبا ما تفتقد الشبكة الواسعة من الوكلاء والسماسرة الذين تحتاج إليهم للوصول إلى المستثمرين على مستوى التجزئة والمؤسسات retail and institutional على مستوى الدولة.

وأمين الاستثمار الذى ألزم نفسه بشراء إصدار الأوراق المالية يمكن أن يقرر ، لأسباب مالية ، السماح لشركات أخرى بمشاركته فى تكاليف التسويق والربح الكامن . وعادة ، فالشركة التى تأخذ حصة الأسد من المخاطرة تكون " الأمين القائد للاستثمار " بينما المشاركون الآخرون يقال أنهم يكوّنون جزءا من " مجموعة أمناء الاستثمار " . وفى ظل إتفاقيات أمناء الاستثمار فأمين الاستثمار قد يكون مسئولا عن إستقرار سعر مُصدِر الاسهم فى السوق لفترة زمنية معينة ، وقد يُتطلب منه المزايدة لهذه الاسهم حتى لا ينخفض السعر إلى أقل من مستوى معين.

وأمناء الإستثمار لا يستطيعون البيع أو العرض لبيع الأوراق المالية حتى يتم إصدار بيان بالتسجيل لدى هيئة سوق المال ، وصار ساريا. وقبل أن يصبح التسجيل ساريا ، يحاول أمناء الاستثمار فى كثير من الأحيان الحصول على مؤشرات أولية عن الفائدة من عملاء كامنين . غالبا، ما يحاول أمين الاستثمار ، تجميع أكثر من عدد كاف من المشترين لكى يمكن بيع الاوراق المالية فى أيام قليلة (أو حتى ثوان) بعد سريان بيان التسجيل . أمين الاستثمار الذى يتوجه إلى السوق بأقل من 100 % من الأوراق المالية المباعة يجابه مخاطرة أن القيمة السوقية للأوراق المالية ستنخفض دون ما دفعه أمين الاستثمار للمصدر . وأتعاب أمين الاستثمار يمكن أن تكون عالية جداً ، وبالمثل أتعاب المحامين المصاحبين وتكاليف النشر وما يتعلق بها. وأمناء الاستثمار قد يسببون إلتزاماً للمستثمرين فى ظل عدد من النظريات ، تشمل بيانات مزيفة أو مضللة فى المرتقبات التى تصف الأوراق المالية.

* *

الفصل السابع عشر

الطـــرح الأوَّلـــى للجمـــهـور

Initial Public Offerings (IPOs)

إذا رغبت شركة **س** ، وهى خاصة ، أن تبيع ملكيتها إلى الجمهور للمرة الأولى، فستجرى "طرح أوَّلى للجمهور IPO ". ويصحب IPO إستخدام عرض رسمى للبيع وإتفاقية لشراء أسهم ، يسمى إشتراك. فالمشترى يشترك لشراء عدد معين من الأسهم عن الفترة المذكورة فى الإشتراك، والمُروِّج نيابة عن المُصدِر يعرض بيع الاسهم عند هذا السعر المعين.

وللتأكد من عدد المستثمرين المهتمين بشراء تصميم معين من الورقة المالية، فالمصدِر أو أمين الاستثمار قد يتصل بمستثمرين معينين ، ربما بوضع دائرة حول الأسماء التى تعبر عن إهتمامها بالورقة المالية ، وهو إجراء معروف، مناسب بما فيه الكفاية كـ " آخذا حلقات taking circles". وبمجرد إجراء تلك الحلقات فأمين الإستثمار يتولد عنده إحساس بالشهية الكامنة للجمهور عن الورقة المالية. ولقد ساعدت IPOs على خلق بعض غالبية الثروات المتسمة بالفخامة فى تاريخ الدولة الأمريكية. فلقد صنع بيل جيت مؤسس شركة ميكروسوفت الضخمة لصناعة البرمجيات ، ثروة أسهم شركته للجمهور فى مارس 1986 بقيمة 21 دولار للسهم ، جاعلاً أنصبته 11 مليون سهم تساوى 200 مليون دولار . وبإرتفاع سعر السهم فى السنوات القليلة التالية ، أصبح بيل جيت بليونيرا فى بداية عمره من الثلاثينيات.

إعادة إجراء الصفقة Retrade : ففى حالة إجرائها لأسهم فصافى القيمة الأعلى التى قد تكون وُجدت من خلال إعادة إجراء الصفقة قد تترجم بطريقة غير مباشرة إلى مال أكثر للشركة المصدِرة . فحينما الاسهم التى

جرى التعامل عليها بسعر 10 دولارات تصل إلى سعر إعادة إجراء الصفقة بقيمة 20 دولار، فإن قيمة الأسهم فى جعبة الشركة تتضاعف ، ويزيد صافى قيمة الشركة على دفاترها ، ويتناقص إقتراضها وتكون الشركة الآن على الأقل نظريا ، أكثر مصداقية . ومن المحتمل أن الشركة تستطيع زيادة خطوط إئتمانها lines of credit وبالتالى رصيدها الإحتياطى من النقد بالإقتراض مقابل ثروتها الجديدة على الدفاتر ، وكل ذلك ، بسبب أن السوق قيَّم الشركة بنفيس أكثر اليوم عن البارحة.

* *

الفصل الثامن عشر

حـقـوق التـصـويــت والنــفـوذ

ولو أن سهم الصك العادى عادة ما يحمل معه التصويت ، إلا أن عقد الورقة المالية يقرر فقط بالضبط ما هى حقوق التصويت المرافقة لصك معين. عموما فالبديهية " سهم واحد – صوت واحد" ما تزال صحيحة ، لذا فإذا كان حامل السهم يشترى 10 % من الأسهم العامة للشركة **س** ، فذلك يخوّل لحائز الأسهم التصويت بـ 10 % من الأصوات لمدير جديد لها أو 10 % من الأصوات لتحديد الموافقة أو الرفض لإندماج مقترح مع الشركة.

وحقوق التصويت لا تتساوى بالضرورة مع قوة التصويت voting power. لرؤية الفرق ، إفترض أنه عند الاجتماع السنوى، على حملة الأسهم أن يصوّتوا على إقتراح بالإدماج merger. إفترض أيضا أن العالمين ببواطن الأمور داخل الشركة insiders يتحكمون فى 80 % من أسهم الشركة . فى هذه الحالة ، فالمشتركون المالكون لـ 10% من الأصوات لديهم قوة حقيقية صغيرة طالما أن العالمين ببواطن الأمور يصوّتون ككتلة . و قوة كمية التصويت التى لدى مستثمر تعتمد أيضا على نسبة التصويت اللازمة لتمرير إقتراح . وكل القضايا التى تُعرض أمام الحاملين للأسهم لا يفترض فيها التساوى . والنسبة بالتمام المتطلبة لمرور أى قرار ، تحدده اللائحة الداخلية by –laws للشركة . وببساطة فـ 51 % أغلبية يمكن أن تمرر بعض القضايا ، وأخرى تتطلب 67 % للتأكيد ، وما زالت أخرى تتطلب الاجماع.

وإذا كانت القوانين الداخلية لا تنص على نسبة متطلبة لتمرير موضوع معين ، فالقانون التشريعى للولاية الأمريكية (المحافظة) قد يملأ تلك

الفراغات. فمثلاً فى ظل ولاية نيويورك ، فالتصويت بالأغلبية يحمل إلزاما بتعيين عضو منتدب جديد أو إقالة عضو منتدب آخر ، ولكن 2 \3 من الأصوات ، أو ما يسمىٰ بالأغلبية الممتازة super - majority يجب أن توافق على الإدماج . وسيكون من الخطأ إفتراض أن كل الأسهم العادية لمصدرٍ معين ، تحمل نفس حقوق التصويت ، فمثلاً قد يُصدر لك أسهم لها 1 \2 حق التصويت ، وهذا يعنى أن لكل سهم تمتلكه ، فلك فقط الحق فى الإدلاء بـ 1 \2 من الصوت على أى موضوع . وبورصة نيويورك مدركة أن أى مشروع يخصص فقط جزء من حق التصويت لصوت كامل ، يضع المشترين لمثل هذه الأسهم فى موقف ضرر ، يتطلب الآن من الشركات الأعضاء العاملة فى البورصة أن إصدارات اسهمها ذات حقوق التصويت المخفّفة diluted ، بالإفصاح تماما للحائزين المرتقبين عن الطبيعة التخفيفية للأسهم.

ولتغيير تركيز قوة التصويت ، فالشركة يمكنها إصدار أسهم لها حجم أكبر من حقوق التصويت تسمى " الاسهم الممتازة supershares". فإذا كنت حاليا حائزا لأسهم وشركتك تصدر أسهما ذات نصف حقوق التصويت ، فحينئذ قوتك التصويتية قد زادت كنتيجة للتركيز الأعلى من حقوق التصويت بين الجمهور القديم . وعلى الجانب الآخر ، إذا كنت حائزا لأسهم وشركتك تقرر اصدار ثلاثة أسهم لكل سهم ممتاز ، فقوتك التصويتية قد خفّت بسبب الزيادة الناتجة فى قوة التصويت بين حملة الأسهم الجدد . وتصميم الأسهم الممتازة يمكّن من تركيز غير عادى لقوة التصويت ، جاعلة من السهولة لحملة مثل هذه الأسهم تمرير إقتراحات وتزويد حملة الأسهم الممتازة بسرعة أكبر فى الحركة والمناورة.

* *

الفصل التاسع عشر

الأسـهـم الـعـاديـة المتخـصصة

Alphabet Common

تتبعت السيدة / مارى تقدم شركة **س** لسنوات ، وهى على بيِّنة بالأقسام الرئيسية بالشركة ، وإدارتها الموهوبة ، وأدائها السوقى ، ولها ثقة هائلة فى أن الأسهم العادية المقدمة مصممة لجعل نصيبها يتساوى مع كل الحائزين الآخرين لحملة الأسهم العادية فى نمو الشركة لسنوات قادمة ، فتقوم بالشراء.

والمشترية السيدة / شارلوت تتبعت أيضا نشاط شركة **س** عن قرب، ولكنها أكثر تحمسا لقسم الكمبيوتر بها دون الأداء العام للشركة . وتجرى حساباتها هى ومحاسبها وتجد أن حسابات قسم الكمبيوتر تكوّن نصيب الاسد من المكتسبات المتجمِّعة consolidated للشركة **س.** لذلك ، ستحب شارلوت أن تشترك فقط فى نمو هذا القسم ، وليس **س** ككل.

وحتى يُوفَّى باحتياجات شارلوت ومثيلاتها من ذوى عقليتها، فمصمم الأسهم قد يكوِّن "سهما متخصصا" من إصدرات الاسهم. فمثلا ، اصدار السهم المتخصص قد يمثل 19 % من الاسهم العادية لقسم الكمبيوتر ، مع شركة **س** محتفظة بـ 81 % . لماذا 19 % وليس 21% ؟ الأهمية لعائق الـ 20% هو أن المهنة المحاسبية ستسمح للشركة **س** بالاستمرار فى إصدار بيانها عن مكتسبات قسم الكمبيوتر كجزء من الخط الأدنى للشركة bottom line الذى يحفظ لشركة **س** صورتها كرابحة أمام الجمهور العام – طالما أن

س تحتفظ على الأقل بـ 80 % من ملكية قسمها للكمبيوتر .لذا فكلا الطرفين يربحان ، وشركة **س** يستمر ظهورها جيدا ماليا ، وأغراض شارلوت وزملائها المستثمرين فى قسم الكمبيوتر يتم إستيفاؤها لأنهم يشترون مباشرة فى هذا القسم بالذات الذين يرغبون فى الرهان عليه بدون جعل أداء الأجزاء الأخرى من الشركة **س** تؤثر على حصيلة الإستثمار.

* *

الفصل العشرون

الحقوق الاجهاضية

Preemptive Rights

قد يصمّم مصدِر الأوراق المالية مضمونا ليعطى الحائز الحق فى الرفض الأول لشراء أسهم جديدة أصدرتها الشركة – تسمى حق الإجهاض أو تبرير للإشتراك. ويُستخدم الحق الإجهاضى لحماية المتواجدين من حملة الأسهم ضد التخفيف الكامن للقيمة السعرية والقوة التصويتية لأسهمهم . والمتواجدون من حملة الأسهم لا يُخوّل لهم أتوماتيكيا الحقوق الإجهاضية ، فبعض الولايات الامريكية تتطلب فقط أن المصدِرين يعطون حملة الاسهم حقوقا إجهاضية ، إذا كان ميثاق الشركة به مثل هذه الحقوق . وبعض الولايات تسمح لحملة الأسهم بالتنازل عن الحقوق الإجهاضية ، والأسهم لعديد من الشركات لا تحمل حقوقا إجهاضية.

والحقوق الإجهاضية قد لا تنطبق على أسهم أُصدرت لإرضاء الأوراق المالية المتحوّلة أو أسهم سيجرى تبادلها فى مقابل أسهم لشريك مندمج merger.

**

الفصل الواحد والعشرون

أنــواع خــاصــة مــن المُـصِدريـن

Special Types Of Issures

الشركة يمكنها أن تُصدِر أوراقا مالية لحقوقها الذاتيةIts own rights أو قـد تخلـق أداة إنتقالـية vehicle خاصــة بالإصــدارات . وإثـنـين مـن الأدوات الرئيسية للإنتقال همـا شركات " الغرض الخـاص أو المحـدود Special or limited" و " أوصياء ما نحون grantor trusts " .

الـشركات ذات الغـرض الخـاص: فـبدلاً مـن إصـدار أوراق مالـية باسمهم، فالشركات أحياناً تُوجد كيانات entities خاصة لإصدار أوراق مالية لكـى تحـصل علـى رتـبة أحـسن أو الحـصول علـى إمتـيازات ضـرائبية أو معاملات مفضلة للأوراق المالية. وللتأهل للمعاملة الخاصة ، فهذه الشركات الخاصــة علـيها أن تُنـشأ لـتعمل باسـتقلالية عـن رقابـة الـشركة . فمـثلاً ، أداة الانتقال عادة لها حساباتها الذاتية منفصلة عن حسابات الشركة، ولها موظفوها وأعضاؤها المنتدبون ، وحملة أسهمها. وعادة هذه الشركات للغرض الخاص SPC وهى كيانات تؤسسها شركة لتكوين أموال من المستثمرين بالإستفادة مـن الـتدفق الـنقدى لأصـول الـشركة مـثل الـرهونات العقاريـة أو حـسابات المقبوضـات . فمثلاً ، الشركة قد تبيع أحسن مقبوضاتها من الرهون العقارية إلـى شركة SPC ، وبذلك تكسب نقداً. وتستطيع SPC حينئذ اصدار أوراق مالية للجمهور لها ضمان موازٍ من مقبوضات الرهونات العقارية . وميثاق SPC يمـنعها مـن الحـصول علـى أى التـزامات غيـر ذات المـتعلقة بالـورقة المالية.

وإستحسان هذه الترتيبات هو أن **SPC** ، بانعزالها insulated ، يمكن أن تحقق فعليا رتبة ائتمانية أعلى من الشركة المؤسِّسة ، التى لها العديد من المقرضين ذوى الدعاوى ضدها المؤمَّنة والغير مؤمَّنة ، بينما **SPC** فلها فقط حملة الأسهم كمقرضين Creditors ، ومقبوضات الرهونات العقارية مؤمَّنة كلية إدِّعاءاتهم . اضافة لذلك ، فأصول الشركة قد تتباين فى الجودة ، والعقود التى تتعامل مع هذه الأصول قد تكون عرضة لمسارات من عدم القدرة على الدفع Cross default (بمعنى قدرة الشركة على عدم الدفع لحساب واحد ، فالحسابات الأخرى التى هى جزء من الشركة قد تذهب أتوماتيكيا فى حالة عدم القدرة على الدفع) **وكنتيجة فالشركة س فى النهاية قد تجد نفسها تدفع أقل (فى صورة عائد للجمهور) لتكوين نفس كمية المال المستخدمة لـ SPC عن ما كان عليها أن تدفعه إذا ما أصدرت الأوراق المالية بنفسها.**

الاتحادات الاحتكارية المانحة Grantor Trust: وهى هيكل ضرائبى يُستخدم لحيازة الأصول بترتيبات تدنى من التزامات الدخل الضريبى وتتطلب التنظيمات الضرائبية الحالية أن وعاء الاصول (Pool) مثل الرهونات العقارية أو مقبوضات السيارات الموضوعة فى رعاية المانح تبقى ثابتة fixed وأن الفائدة interest للحائزين فى الاتحاد لا تبدل خلال إعادة الاستثمار أو الاحلال أو تغير الاصول فى الوعاء. وفى مقابل الانصياع لهذه القيود ، فأرباح الاتحاد الاحتكارى المانح ستُعامَل ضرائبيا مرة واحدة فقط – فى أيدى المستثمرين – على غير أرباح الشركة التى تعامل ضرائبيا مرتين – مرة على مستوى الشركة ، وثانية عندما يدفع الافراد الحائزون ضرائب على توزيعاتهم النقدية.

والورقة المالية التى يصدرها الاتحاد المانح عادة ما تمثل شريحة من الملكية فى الرهن العقارى المذكور أو أى حساب مقبوضات فى الاتحاد . وطبعا كمالك للرهن العقارى ، فالمستثمر يواجه مخاطرة أن المقترضين

المعنيين سيفقدون القدرة على سداد default مستحقات رهوناتهم العقارية. ويواجه المستثمر أيضا مخاطرة أن المقترضين المعنيين سيقررون سداد رهوناتهم، مُجرِّدين المستثمرين من السيل المتدفق من النقد من الفائدة الثرية التى أخذوها فى الاعتبار عند شراء المقبوضات.

**

الفصل الثانى والعشرون

مؤسسة الاحتكارات الاستثمارية العقارية REITS
ومؤسسة التيسيرات الاستثمارية للرهن العقارى REMICs

أوجد الكونجرس ما يسمى REITs عام 1960 لإعطاء عدد أكبر من الامريكيين وسائل للاستثمار فى المشروعات العقارية التى كانت سابقا متيسرة فقط للأثرياء. وللمساعدة فى التأكد من أن REITs تتضمن عددا كبيرا من المستثمرين ، فالكونجرس يتطلب من REITs أن تحافظ على حد أدنى من 100 مستثمر ، وليس أقل من خمسة مستثمرين يملكون 50% من REITs . وبحلول عام 1989 تأهل 154 كيان كـ REITs فى ظل الكود الضريبى وكان لهم أصولاً تزيد قيمتها على 36 بليون دولار . وأن 117 REITs قد تداولت أنشطتهم فى بورصة نيويورك المالية، والبورصة الأمريكية ، وناسداك ، بإجمالى قيمة سوقية تربو على 11 بليون دولار. و REITs مصمَّمة أساسا لتمرير كل الدخول من الممتلكات العقارية الخاصة بـ REITs إلى المستثمرين. وطالما أن كل الدخل يوزع خلال العام الضريبى الذى أستلم فيه ، فالدخل يخضع للضريبة فقط عندما يصل إلى أيدى المستثمرين وليس على مستوى الكيان. وكنتيجة ، فالمستثمرون يتسلمون دخلا والذى غير ذلك لكان سيستخدم لدفع الضرائب . وعلى REITs أن تتبع تعليمات الضرائب بكل دقة للمحافظة على مكانتهم كـ REITs . وفقد مكانة REITs يمكن أن يستجلب عقوبات مالية من قبل مصلحة الضرائب IRS ، جاعلة الاستثمار أقل أربحية. وبخضوع REITs إلى متطلبات النسبة (percentage) وقيود على نوعية من الأصوال التى يمكن إمتلاكها ، تستطيع إشتقاق دخل من عدد من العقارات ومصادر متعلقة بها شاملة:

1- إيجارات من الممتلكات العقارية
2- دخل من ملكية عقارية موضوع اليد عليها
3- رهونات عقارية
4- ضرائب مرتجعة ، ومبالغ ملغاة مرتجعة من الضرائب العقارية (abatements)
5- دخل من بيع أو التخلص من أنصبة فى REITs أخرى

وكان لـ REITs كبوات فى الأداء Spottyperformance كأدوات استثمارية منذ تواجدها . ففى السبيعينيات أعلن بعض محللى النشاط الصناعى عن إعتبارها فى المراحل النهائية للمرض ، ولو أن آخرين حديثا قد أعلنوا أن REITs قد فاق أداؤها الاسهم العادية لفترات جوهرية خلال الثلاثين عاما من وجودها .

ولأن نجاح REITs فى قدرة إدارتها على إختيار أصول كامنة مربحة ، وادارتها بجدارة ، فعلى المستثمرين أن يُدقّقوا فى سجل درب الإدارة وكذلك أداء REITs الخاصة تحت الفحص قبل إتخاذ قرارات استثمارية فى هذه الأدوات.

REMICs : وهى نواتج الكود الضريبى لعام 1986 ، ونتيجة للجهود المكثفة والمساعى لإزالة العديد من العوائق الضريبية لإعادة الأوراق المالية فى العقارات بفئات مختلفة من الفوائد للمستثمرين . وكل من REITs و REMICs هى أدوات انتقالية ، و إذا كانت REITs يمكنها الإستثمار فى العقارات والرهونات العقارية ، فـ REMICs يجب أن تستثمر فقط فى الرهونات العقارية . ولـ REMICs فئتان من الفوائد ، منتظمة regular ومتبقية residual . ولو أن REMICs يمكن أن يكون لها العديد من فئات الفوائد المنتظمة ، فقد يكون لها فقط فئة متبقية واحدة. والفوائد المنتظمة عادة ما

تعتبر فوائد دين فى ظل الكود الضريبى . والفوائد المتبقية تُعتبر فوائد حقوق ملكية وتمثل الدخل الذى يبقى بعد دفع كل الفئات المنتظمة. والفوائد المتبقية تستطيع أن تحمل فوائد عالية فلكية – أحيانا ما تتجاوز 1000 % سنويا – ولكنها تساند أيضا غالبية مخاطر السداد المبكر . وهذه المنتجات تباع فقط عادة فى وحدات دنيا من مليون دولار ولذا فهى تُشترى أساسا من قبل المؤسسات المستثمرة institutional investors .

وكما نوقش سابقا فى فصل 12 عن الأوراق المالية ذات الوسيط ، فأحد المخاطر الرئيسية التى يواجهها المستثمرون فى الرهونات العقارية التى تدعمها أوراق مالية، هى إمكانية أن المقترضين المذكورين سيسددون قرض الرهن العقارى بأسرع مما هو متوقع ، مجرّدين المستثمرين من دخل الفائدة التى يمكنهم كسبها على مدى جدول أطول فى السداد . وتسمح REMICs للمُصدِرين بتصميم فئات من الرهونات العقارية التى تدعمها أوراق مالية مع كثير من جداول سداد معينة ، بتقسيم فئات تلك الرهونات العقارية المدعمة بأوراق مالية إلى شرائح ، طبقا لسرعة سداد كل . فالشريحة الأولى (تسمى tranche فى أوساط المتعاملين) مخوّل لها التعاقد بالمبلغ الأساسى للرهن والفائدة ، أولا ، والشريحة الثانية tranche تليها فى السرعة ، والثالثة أبطأ قليلا وهكذا .

والتركيبة المتعددة الشرائح تسمح للمُصدِر بنقل مخاطرة السداد المبكر إلى الطبقة الأقل بطئا، وبذلك يقبل المستثمرون فى الطبقات الأبطأ مخاطرة أكبر للسداد المبكر ، ويشترون الورقة المالية على هذا الأساس.

* *

الفصل الثالث والعشرون

تقييم الأوراق المالية

إن الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، طبقا للمسئولين هو مسألة بسيطة : كل ما عليك فعله هو شراء الأوراق المالية عندما يكون سعرها منخفضا جدا (مغبون قيمتها) وتبيع عندما تكون الأسعار عالية جداً (مغالى في قيمتها) ، وفي حلبة السباق ، فما عليك إلا الرهان على الحصان الذي يربح. فكيف عليك أن تعرف متى يتم التعامل على الورقة المالية عند سعر " منخفض " أو " عالى" ؟ الفصول القليلة التالية تشرح فن وعلم تقييم الأوراق المالية. ومن الأهمية التعرف على ما هية إستراتيجية الاستثمار التي ترتاح إليها ، وما إذا كنت ستقوم بالإستثمار مباشرة أو من خلال إستشاري . وإذا كان تنوع الطرق المستخدمة لتقييم الأوراق المالية لحقوق الملكية تُرى زيادتها بمثل سرعة تنوع الأوراق المالية ذاتها ، فما زال هناك إمكانية التعرف على أربعة قواعد استراتيجية سادت تحليل الأوراق المالية لسنوات . والاستراتيجيات هي تحليل أساسي ، وتحليل فني ، وتحليل لاستثمار جديد ، والعشوائية.

* *

التحليل الأساسى

أحسن طريقة لفهم الفروق بين الاستراتيجيات هى البداية فى ليلة اليوم السابق لعيد الميلاد CHRISTMASEVE (فى المفهوم الامريكى) . وهو الوقت من الليل الذى ليس له إسم ، أحيانا بعد الوقت الذى يكون سانتا كلوز (بابا نويل الأوربى) زائرا ، ولكن قبل وقت طويل من استطاعتك الاندفاع نحو حجرة المعيشة وفتح علب الهدايا . وفى هذا الكريسماس تعلم أنك مقدم على حصولك على دراجة لأنك لمحتها فى حالة غير فاتنة غير مجمَّعة فى صندرة ATTIC المنزل. وباستلقائك فى السرير مستمعا إلى الأصوات فى حجرة المعيشة ، تبدأ فى أن تتحقق من أن هناك مشكلة ، فشىء ما خاطىء بخصوص تجميع الدراجة ، فالدنيا ليست على ما يرام.

والدك هو أحد الآباء الذين يعتقدون فى إمكانية إكتشافه أى شىء، فحينما توقف التليفزيون عن العمل، فهو لم يهزه أو يسحقه أو ينتظر حتى يستعيد إرساله بذاته ، فبهدوء فتح الدليل الخاص بتشغيل الجهاز متجاهلاً التحذير الموجود فى الخلف " لا تفتحه" وإكتشف ما هو خطأ . لذا ، فقد يكون فقط طبيعيا أنه بتجميع دراجتك ، فهو يعرف أنه يستطيع جعلها تعمل ، فيقوم بفتح الدليل الخاص بها ويبدأ قراءته . ولساعات لاحق، فما زال يعمل ، وانجاز بعض الحسابات ، مستخدما مسطرة للقياس بدقة ، قد تكون كتابة على ورقة بيانية . فهو يعتقد أن ذلك سوف يقوده إلى أن تعمل الدراجة ، لأن المنطق يعمل – و هو برهان على الحقيقة ، وهو فى داخله محلل أصولى. وعندما يصل إلى مشكلة لا تتمشى مع قوانين المنطق ، فهو يفترض أنه لم يستخدم المنطق الكافى لذلك . فالمحلّل الأصولى يكتشف أن لكل سهم قيمة ذاتية INTRINSIC غير مكتشفة . فإذا أمكن لأحد تأكيد هذه القيمة ، فالقرار

حينئذ بالشراء أو البيع يكون سهلا ، إشتر حين يكون السعر أقل من هذا السعر ، بيع إذا كان أعلى من هذه القيمة الذاتية . ولإكتشاف هذه القيمة فالمحلل الأصولى يفترض أساسا أن :

القيمة = المكاسب المستقبلية × مضاعف

(multiplier)

فلماذا القيم المستقبلية ؟ فالمحلل الأصولى يكتشف أنه إذا كانت التوزيعات النقدية ستُدفع ، أو أن الاسهم مقبلة على زيادة قيمتها ، فالمصدر الوحيد لهذه التوزيعات (التثمين الرأسمالى) هو المكتسبات المستقبلية للشركة. لذا فالمحلل الأصولى يحاول حساب كم كثيرا المكتسبات المستقبلية تكون قيمتها اليوم ، المسماة القيمة الحاضرة للدخل المستقبلى. والمضاعف multiplier يصف بعض العوامل التى قد تثرى المكاسب المرتقبة للشركة ـ مقدرة الإدارة ، عزم الإدارة على [illegible] التوزيعات ، وشهية المستهلك لناتج الشركة ، وهكذا . فالإدارة الجيدة يمكن أن تعنى "5" مضاعف ، الإدارة ذات المستوى العالمى "10" والإدارة السيئة "1" فقط. قد تلاحظ أن المعادلة الأساسية المستخدمة بالمحللين الأصوليين يمكن أن تقود إلى حسبة مزدوجة إذا كان نفس المعامل الذى [illegible] لحساب القيمة الذاتية هو أيضا أستخدم كإثراء للمضاعف.

ولكن من يستطيع [illegible] المستقبل ؟ فإذا كان لتقدير القيمة الحاضرة للدخل المستقبلى، فعلى [illegible] الأصولى إحتضان عمل التنبؤ المستقبلى الموروث الغير رشيد ، وهو [illegible] الحقيقة ليس [illegible] وهم ذاتى ؟ فأحد المبدعين ، المفكرين اللامعين فى [illegible] ستريت ، يعتقد فى ذلك . بيرتون ملكيل ، التى نظريته عن السير العشوائى [illegible]dom walk [illegible] نناقشها لاحقا ، قد صرح بأن المحللين الأصوليين لا يستطيعون تأكيد الدخل المستقبلى لشركة أو سعر السهم لأنهم لا يستطيعون [illegible] [illegible] دية .

وشراء أسهم هو فى العديد من الطرق مثل شراء شركة، لأنه ، بعد كل هذا ، فذلك ما تفعله كمستثمر ، حتى ولو أخذت قليلا من الأسهم . ولربما حينئذ، سيكون من المفيد النظر إلى شخص مدقق فى ميدان الأعمال أثناء عملية شراء شركة بكاملها.

شركة ABC معروضة للبيع . السيدة / وايز والسيد / يونج ينظران فى شراء ABC . هما ومحاسبهما، ومحاميهما يستعرضون حسابات الميزانية العمومية للشركة وقوائم الدخل لكل من الخمس سنوات السابقة، ويكتشفون أنه فى كل من هذه السنوات الخمس فقد أنتجت ABC حوالى مليون دولار كمكتسبات بعد الضريبة . فكم سيد فعون لأجل ABC ؟ ... **تحديد المضاعف** المناسب للمكتسبات هى عملية غير دقيقة ، والرقم النهائى المدفوع سيشمل حلا وسطا بين المشترى وبائع الشركة ، والجهد الجهيد للعرض والطلب . والمشترون الكامنون لـ ABC عليهم أخذ الاسئلة التالية فى الحسبان :

1- هل ستستمر ABC فى كسب على الأقل مليون دولار كل عام مستقبلا؟
2- ما هو نوع المضاعفات التى يستخدمها رجال أعمال جيدين ، مشابهة لـ ABC وتباع ؟ هل متوسط مضاعف المكتسبات أقل أو أعلى من الذى تقدمه؟
3- ما هو العائد الذى يمكنك اكتسابه من البدائل الاستثمارية ؟ هل هو أقل أو أكثر من التدفق الدخلى المتوقع الذى تقدمه ABC ؟
4- هل درجات الأمان المقدمة من البدائل تقارن بالتى تعرضها ABC ؟

والمضاعف الذى يقررون دفعه ، يمثل ليس فقط النتيجة الحسابية من قسمة السعر على المكتسبات، ولكن يعكس جوانب أخرى من التحليلات المشار إليها بعاليه .

وسماسرة البورصة الذين يتكلمون عن مضاعفات السعر المكتسبة " price earning multiple" أو نسبة المكتسبات السعرية "price earning ratio" (P/E) يستخدمون نفس المفاهيم مثل السيدة / وايز والسيد يونج والفرق هو أن نسبة P/E المذكورة التى يتعاملون معها تعتمد على السعر لكل سهم وليس السعر لكل النشاط التجارى . وللتحول من النسبة العريضة للنشاط التجارى للقطاع إلى مضاعف (P/E) فهو مجرد قسمة سعر النشاط التجارى على إجمالى المكتسبات للـ 12 شهر السابقة . فهل هذا المضاعف هو الشىء الصحيح ؟ ذلك يعتمد على تحليل ضخامة magnitude ودوام duration الدخل المستقبلى . فلا أحد يستطيع التنبؤ بيقين عما إذا كانت ABC ستكسب فعلا واحد مليون دولار سنويا فى المستقبل ؟ ولا حتى أكثر الاقتصاديين أو الماليين تألقا لديه كرة سحرية شفافة.

وقد قدَّم معلقون آخرون شيئا آخر ، ربما أكثر إضرار ونقدا للتحليل الأساسى : لأن المضاعف كما يعكسه سعر الأسهم يعكس إجمالى كل المعلومات المتاحة للعامة ، فمن غير الامكان التفوق على المراهنة على السوق المستخدم للتحليل الأساسى بدون معلومات داخلية، وهذا ما يسمى بالصيغة المعدلة للنقاد عن " السوق الكفء". والمضاعف على دقته يحاول أن يعكس بعض المعلومات أو كلها عما قد يكون متاحا للجمهور ، إلا أن المضاعف يكون مقصورا على الأفق الزمنى المستخدم فى إشتقاقه ، فمثلا مضاعف بـ 10 قد يكون مؤسسا على تدفق لخمس سنوات من دخل متنبأ به . فإذا إعتقد المستثمر فى أن التدفق الإيجابى للدخل سيستمر لمدة أطول من خمس سنوات ، مؤديا إلى تواجد مضاعف أعلى ، فسيكون من الممكن شراء مضاعف من 10 ومازال يتحصل على ربح إذا كان السهم يقوم بالأداء طبقا للدوام الذى تنبأ به المستثمر.

تغطية Coverage : حامل السند ، كمؤتَمِن (مُقرض) للشركة يكون مهتما باحتمال أن الشركة ستسدد الفائدة فى موعدها حسب IOU وفى النهاية ستدفع المبلغ الأساسى . وأحد المقاييس الرئيسية لهذا الاحتمال هو " التغطية " مُعـرَّفة بعدد مرات مكتسبات الشركة التى ستغطى خدمة الدين (عدد مرات تغطية الفائدة) التى تمثلها السندات لمدة معينة . والمعادلة الأساسية لهذه التغطية هى :

صافى الدخل ÷ خدمة الدين = التغطية

فما هى الفئة من نفقة الفائدة التى ستنتهى فى المقام ؟ ذلك يتباين حسب الهيئة التى تستشيرها . فمثلا، قد تختار كمقياس للأمان العلاقة بين إجمالى الدين الذى تحدثه الشركة وإجمالى كمية المكتسبات قبل الضريبة على مدى 7 سنوات سابقة ، والتغطية الناتجة ستكون تقديرا مبدئيا لمصداقية الشركة.

* *

الفصل الخامس والعشرون

التحليل الفني

مرة ثانية ، فهذا وقت عيد الميلاد (الكريسماس) ، وهناك مشحلة فى تجميع دراجتك bicycle . فقط هذا الوقت يعتقد والدك فى عدم الإكثار من العقلانية كما فى التنبؤ بالطبيعة الأساسية الانسانية . فمبكرا فى شهر ديسمبر ، فتح صندوق الهدية ، ظانا وبصحة فى هذه الحالة – بأن شخصا ما قد نسى وضع أحد الأجزاء . لذا ، وبأجزاء الدراجة أمامه وفشله فى أول محاولة لتجميعها طبقا لكُتيِّب المالك ، يطقطق اصابعه ويبتسم عن معرفة " ذلك ليس بالضبط مثل الطبيعة الانسانية " كما يقول " مثل بيع دراجة لشخص بدون كل الأجزاء الضرورية ". وينتهى الأمر بأن الطريقة الوحيدة لحل الموضوع هو وضع الدراجة الغير مجمعة فى مكانها فى الصندوق ، وإعادتها إلى المتجر ، فبإظهار خطئهم ، يكون قادرا على تحفيزهم لتجميع الدراجة له .

لذا فطبيعة المحللين الفنيين هى فى أنهم يستثمرون رأسمالهم العقلى فى إستنباط الناحية النفسية لقطيع لا وجه له والاتجاه الذى ستقوده تلك الناحية النفسيه للقطيع. حينئذ لتحقيق ربح ، فهم يراهنون على إتجاه القطيع ، فإذا رأى المحلّل أن القطيع يعمه الرخاء لمدة طويلة من الزمن ، فهو يخمن بأن القطيع قد يبدأ قريبا فى القلق ، وبتوقعه لبيع كبير ، فهذا المحلّل سيبيع مبكرا sell short (أنظر الفصل 29).

ويعتقد المحلّل الفنى أنه فقط ، العرض والطلب على الأسهم يحددان سعرهما ، ذلك ، وليس بأكثر من أن تكون متولة آمنة ممكن حدوثها . وحينئذ يحاول المحلّل الفنى أن يميز دوافع الخوف والرغبة الانسانية بوضعها على قياس تجميعى للسوق aggregatescale . ففى الثمانينيات ، تمتع المحللون

الفنيون ورسوماتهم البيانية الأسطورية ، بالإنتشار لشعبيتهم، فشكرا لراسم الخرائط المدعو رالف إليوت ، الذى نشرت نظرياته فى أوائل الثلاثينيات من القرن الماضى . فبدراسة خرائط تحركات اسهم السوق ، إعتقد إليوت أنه ميّز أنماطا كررت نفسها بعد خمسة دورات تقريبا ، وتسمى الآن موجات إليوت. وكتب إثنان من واضعى النظريات كتابا عن موجات إليوت فى الثمانينيات وهما روبرت برختر ، أ ج . فروست متنبئان بأن تشهد الثمانينيات سوقا آخذة فى الصعود rampaging bull run لا شىء يُعاد أو يُقنِع مثل النجاح ، وحينما حدث سوق ضخم صاعد ، مظهره يدل على صحة نظريات موجة إليوت، فقد اكتسبت النظرية ومرشُدوها وتابعوها شهرة .

واليوم ، يظهر برختر وفروست عدم إتفاقهما على عما إذا نحن فى القمة الرابعة أو الخامسة من الدورة السوقية cycle ، ولكن كلاهما يتراءى إعتقادهم بأن إنخفاضا عريضا سيحدث فى التسعينيات. وطبعا هناك محللون آخرون فنيون الذين يعتقدون بأن التسعينيات سترى إستمرارية للسوق الصاعد . ويستطيع المستثمرون دفع أموالهم مقابل خدمات استشارية مثل تكلفة برختر بمئات الدولارات سنويا – ويتولون إختبارهم . وكما قالها مقدم البرنامج الأمريكى عجلة الثروة " تذهب تدور وتدور ، فأين تتوقف، فلا أحد يعرف "

* *

الفصل السادس والعشرون

الـــمـــشـــى الـعــشـــــوائـــــى

هناك الذين يعتقدون أن طبيعة السوق هو الغياب لأى معنى عقلانى لسلوك متنبأ ، فمثل عجلة الثروة، فسلوك السوق يكون عشوائيا . فهم يجادلون بأن إحتمال المكتسبات المستقبلية لا يمكن تنبؤها من المكتسبات الماضية مستخدمين تحليلا جوهريا أو من نفسية السوق مستخدمين تحليلا فنيا ، ويعتقدون أن إقتفاء العلوات والانخفاضات ، والمنحنيات الناقوسية الاحتمالية تُنتَج بعملية عشوائية تماما.

ولكن إذا كان المشى عشوائيا ، فهل ذلك عدم المتعة للرحلة للكل، بإستثناء عديمى الهدف الحقيقيين والسذج ؟ فالعشوائية التامة للسوق ستكون واقعا صعبا للمواجهة لأنها ، إذا كانت صحيحة ، فستعنى أن السوق هو مقامرة خالصة . علاوة على ذلك ، فمثل هذه المقامرة تتضمن أرصدة معاشاتنا ، أوقاف تعليم جامعى ، كل الهيكل الرأسمالى للإقتصاد الامريكى وإقتصاديات الدول على مستوى العالم . وقد قيل أن المخ الانسانى ليس له المقدرة على إدراك فهم اللانهاية ، فهو مثل شىء يحاول أن يفكر فى لا شىء . والعشوائية تتنبأ بأن عمليات معينة إشتملت على عدد لا نهائى من المرات ، ستنتج نمطا لا معنى له ، حتى ولو أمكن ترائى بزوغ أنماط كاذبة .

شكل ضعيف من المشى العشوائى : الشكل الضعيف فى نظرية المشى العشوائى هو هجوم على التحليل الفنى ، نظرية تثمين الأوراق المالية securities التى تحاول توقيت التأرجح swings ودورات أسواق الأوراق المالية ، والشراء فى الأودية والبيع عند القمم ، معتمدا فى نجاحه على قدرته فى التنبؤ بمتى تكون النقطة الزمنية فى الوادى و متى عندما تكون فى القمة .

فإذا نظرت إلى كمية جوهرية إحصائية من البيانات لسوق الأوراق المالية ، فستكتشف أن رسوما بيانية وخرائط عن أداء فى الماضى ليس لها علاقة ذات معنى للأداء المستقبلى ، وأن رسما بيانيا للأداء للسنوات الست الأخيرة ، والتى تشبه رسما تقريبيا لناطحات سحاب حى مانهاتن ، يمكن أن يشبه كثيرا رسما تقريبيا للسهول العظمى Great Plains (شمال غرب ولاية أوكلاهوما يشبه المقلاة) للسنوات الخمس التالية . وخطوط أداء السوق هى مجرد خطوط، فلا يوجد معنى خلفهم ، لا ذكاء يرشدهم . وأنك ستعمل كما لو غمست نملة فى حبر وتركتها تزحف عبر صفحة ورقية ، كما ستحاول تمييز أنماط ذات معنى من خرائط التأرجح swings والاتجاهات .

والبيانات المكدسة لتضعف الثقة فى التحليل الفنى، هائلة وتنمو ، والكثير يشعر بأن النظرية قد ضعف فيها الثقة الاكاديمية .

شكل قوى من المشى العشوائى : هذا الشكل من نظرية المشى العشوائى يستمر فى أن لا التحليل الفنى technical ولا التحليل الأساسى Fundamental سينتج أداءا أحسن من محفظة مالية مختارة عشوائيا . هذا وقد سبق تعاملنا مع النقد للمشى العشوائى للتحليل الفنى ، فنقد التحليل الأساسى مبنى على إعتقاد المشى العشوائى فى الكفاءة التامة لأسواق الأوراق المالية . ويعنى بالكفاءة التامة أن كل المعلومات من الماضى والحاضر وكذلك المعلومات المعروفة عن المستقبل قد إنعكست فى السعر السوقى للورقة المالية. لذا ، فكما تذهب النظرية ، ففقط الغير معروف والغير متعرف عليه – واقعية العشوائية – لا تنعكس فيها ، واضعة المحلّل الأساسى والمترجل العشوائى على قدم المساواه كمتنبئين .

* *

الفصل السابع والعشرون

بيتا THE BETA
مقيـاس للمخاطـر المنتظـمة

معظم إستراتيجيات الاستثمار يمكن أن تختزل إلى البحث عن الشيء المؤكد . إخدش محلل أصولى أو محلل فنى وستجده إنسانا يكتسب عيشه بمحاولة مساعدة العملاء فى تقييم ، أو ربما محو المخاطر من محافظهم المالية. وضمنيا فى كلمة " مخاطرة " تكون نوعية عدم التنبؤ وبالتالى عدم المقدرة على تناوله .

والورقة المالية خلال حياتها تحمل المخاطرة الأساسية التى لن تُسلّم إلى مالكها الكثير من القيمة كما يتوقعها ، فما هى الفرص التى لن تفى الورقة المالية بالتوقعات منها ؟ أحد الوسائل التى يجيب عليها الاكاديميون على هذا السؤال هو بتثمين " بيتا " للورقة المالية ، التى هى مقياس لتقلباتها بالنسبة إلى السوق. والأوراق المالية ذات بيتا بقيمة "1" هى متقلبة مثل السوق ، بإفتراض ثبات العوامل الأخرى ، فهم يرتفعون وينخفضون فى السعر أكثر أو أقل ، فى ترادف مع المؤشرات القياسية العامة للأسهم . فالأوراق المالية ذات بيتا أقل من "1" تكون أكثر تقلبا عما هى للسوق . لذا لا تندهش إذا الأسهم ذات بيتا العالية تأخذ منزلقا شديدا عندما ينقلب السوق رأسا على عقب ، و عليك أيضا أن تتوقع أن المستثمرين فى أسهم متقلبة سيتوقعون عموما إستلام عائدات أعلى من المستثمرين فى أسهم أقل مخاطرة. ومن الحظ العاثر ، أنه ليس أى من هذه التنبؤات قد تحققت منها تماما دراسات أداء الأسهم فى الأسواق الفعلية.

* *

الفصل الثامن والعشرون

المشروعات الوهمية ، الاحتيال ، والحماقات

SCAMS , SWINDLES, AND FOLLIES

تواجدت المشروعات الوهمية للأوراق المالية منذ تواجد الأوراق المالية ذاتها. فبالإضافة إلى تلك الاوهام والاحتيال المتضمن الخداع كلية ، هناك العديد من الأمثلة العديدة للكوارث الاستثمارية التى حدثت كنتيجة للحماقات البريئة . و فى النهاية فأحسن حماية لك ضد الاحتيال هو وعيك وذاكرتك الاستثمارية ، وبسبب زيادة ما تعرفه يزيد وعيك ، وهذا الفصل سيشار إليه أكثر من مرة فى خبرتك الاستثمارية.

فقاعة البحر الجنوبى : فضيحة فقاعة البحر الجنوبى هى قصة أعيد سماعها العديد من المرات ، فمنذ القرن الثامن عشر فى انجلترا ، لم تفقد أى من ثقة صلتها بالمستثمرين على مدى السنين . فقد أسِّست شركة البحر الجنوبى فى عام 1711 للعمل فى تجارة العبيد وتجارة أخرى مع أمريكا الاسبانية . وعلى أساس الاعتقاد بأن ملكية العبيد ستصبح قانونية فى القريب من قبل إسبانيا ، فقد هرع المستثمرون إلى أسهم تلك الشركة. ولقد كانت الشركة ناجحة بدرجة متوسطة فقط فى السنوات الست الأولى من تواجدها . وابتسم الحظ لها فى عام 1718 عندما أصبح الملك جورج الأول رئيسا لها ، وهى نقلة ألهمت ثقة المستثمر فى توقعات مستقبل الشركة. وفى عام 1720 تحول الطلب على أسهمها إلى هوس المضاربات لأبعد الحدود . وبثقة الشركة فى مستقبلها الذهبى ، فقد تقدمت (ووافق البرلمان) لتأخذ نصيبا كبيرا من الدين القومى . وقد إرتفع سعر سهمها من 128.5 جنيه إسترلينى فى يناير 1720 إلى 1000 جنيه بحلول أغسطس . وفى ذلك السُعَار دُفِع الكثير من الأشخاص

الفقراء جدا لإمتصاص خسائر الأسهم والتى لم يُستوجب تشجيعهم لشراء أسهم، وذلك من قبل مروجى الأسهم والمحتالين الذين يبيعون أحلاما وصورا وردية . ثم إنفجرت الفقاعة ، ففى سبتمبر بدأت أسعار الأسهم فى السقوط الرأسى ، وبحلول ديسمبر كانت الأسهم تُتداول حول 124 جنيه للسهم . وقد خسر ماليا الكثير من المستثمرين ، صغارا وكبارا ، مشهورين وعاديين . ومنذ ذلك الحين ففضيحة الفقاعة كانت مثلا للأخطار فى نظرية الاستثمار التى تعتقد فى تدافع الحشود من الناس (سياسة القطيع) وهى : إذا كان الكثير من الناس يفعلونها ، فمن غير المعقول أن يكونوا كلهم خاطئين.

وخشية أن تظن أن مستثمرى فقاعة البحر الجنوبى هم الضحايا لصفات غير مميِّزة سذاجة المستثمر الحديث ، فهنا قصة حديثة أكثر تحققا.

الـ ZZZZ أحسن القصص: بارى منكو، كأحد الشبان الامريكيين فى سن المراهقة بدأ ZZZZ Best، كخدمة تنظيف السجاد فى جراج والديه عام 1981 ، وكانت قصة نجاح أمريكية تقليدية . فبعد أربع سنوات من بداية الشركة كان لديه من الكفاية لشراء منزل فى كاليفورنيا بقيمة 698.000 دولار وسيارة حمراء ماركة فيرارى الايطالية ، وحتى مسكن للكلب ذى سقف مُحدب بجوار حوض السباحة . وكمثل العديد من قبله من رجال الاعمال ، فقد إستعان بوول ستريت (حى المال فى نيويورك) للوصول إلى دفاتر وجيب المستثمرين عبر البلاد: فقد طرح أسهما للجمهور . فمنذ الوقت الذى طرح أسهم شركته للجمهور فى يناير 1986 وحتى أوائل 1987 ، فقد تضاعف سعر سهمه مرتين من 4 دولار إلى 18 دولار ، محققا ثروة ورقية هائلة له ولآخرين. وكان هناك قفشة للقصة ، فالعقود البراقة لتنظيف السجاد التى بناء عليها أعلن رسميا أرباحه ، كانت اكثر وهما منه حقيقة. فقد إعترف منكو مؤخرا بأن 90 % من الـ 42 مليون دولار الأرباح المعلنة للمستثمرين لم تتواجد أصلا . كيف إحتال منكو على الكثير من الناس ؟ لقد زيف الوثائق ،

وقاد حملة إتصالات تليفونية ، خالقا دنيا أساسها أكاذيب . وكتفسير لماذا خُدع الكثير من المستثمرين ، فقد أجاب بأنه ضُغِط عليه للإحتيال من قبل شخصيات من الجريمة المنظمة ، الذين فعلا ضربوه لكى يتعاون معهم . فأين ذهبت النقود؟ من المؤكد أن بعضها ذهب للمحافظة على أسلوب حياته من الترف. وإحتيال مثل ZZZZBEST يذكرنا بأنه حتى المصرفيين المستثمرين فى وول ستريت الدقيقين يمكن الاحتيال عليهم بالدخان والمرايا . ولكن حتى إحتيال منكو يعتبر لا شىء إذا قورن بقصة توماس كوين.

قصة توماس كوين (أمريكا): لقد عرف كوين كيف يُوجِد المال . فقد بدأ أكبر احتيال له فى الثمانينيات بشركات " شل " بالقليل أو بلا أصول assest – مسجّلة فى دوقية ليستنشاين بجوار سويسرا. وباع من خلال رجال مبيعاته الدءوبين high- pressure أسهم هذه الشركات المسجلة فى الدولة الاجنبية ، بالتليفون من خلال حجرات المراجل البخارية (التى تولد التدفئة فى المنازل ، وهى فى بدروم المنزل) التى أقامها فى الولايات المتحدة الامريكية. وقد أعطى توماس حجرات المراجل التجارية أسماءا مؤثرة مثل مجموعة الصقر Falcon Trust ، مجموعة الصخرة Prudent ، مجموعة جبل طارق للاستشاريين الماليين . وكانت فرائسهم المستثمرين فى الشرق الاوسط ، هونج كونج ، وأستراليا . وقد عُلم أن الكثير من المستثمرين كانوا أشخاصا متقاعدين ذوى مدخرات صغيرة وخبرة قليلة بسوق الاسهم . ولقد نصب كوين وشركاؤه على المستثمرين حول العالم بما يزيد عن 500 مليون دولار قبل القبض عليه فى 27 يوليو 1988 ، فى الفيلا الوردية الخاصة به ذات قيمة 6 مليون دولار المطلة على مدينة كان Cannes جنوب فرنسا ، ولم يكن ذلك أول إحتيال له . ففى أوائل 1966 ، مُنع كوين من هيئة البورصة الأمريكية ، ولمدى الحياة من العمل مع أى سمسار مالى broker أو توكيل dealer ، نتيجة لاحتيالات أخرى. وأحد مشروعاته الوهمية تضمنت ترويج شركة تسمى Kent Industries ، التى

أعلن أنها تمتلك عقارات بولاية فلوريدا تقدر بالملايين ، ولكن أكتشف لاحقا أنها بالكاد لا أصول لديها.

ينبثق نمط فى الاستعراض لهذه القصص من الاحتيال الكبير بالاسهم، ففي الغالب أن هؤلاء المخادعين هم معتادو الجريمة . وكما لا حظ حديثا أحد رؤساء البورصة المالية ، أن هناك معدلا عاليا من الانتكاسات من قبل مرتكبى إحتيالات أسهم معينة .

حماية المستثمر : وبينما لا يستطيع أحد إيجاد نظام لا يمكن للمحتالين التغلب عليه، إلا أن هناك ممارسات ، إذا أتُبعت بإتقان ، يمكن أن تساعدك فى تخفيض إحتمال أن تصبح فى النهاية ضحية للاحتيال بالأسهم . تذكر أن مفتاح النجاح لغالبية المحتالين أن مخططيهم لديهم كل المعلومات المتعلقة بقيمة الاسهم التى يبيعونها ، والمستثمرين ، الكثير منهم فى مناطق جغرافية نائية عن الوحدات الإنتاجية للشركة المصدرة، لديهم القليل أو لا فرصة للتحقق من أول شيء – نوعية – أو حتى وجود الشركة المصدرة . لذا فالمستثمرون غالبا ليس لديهم وسيلة للركل على إطارات السيارات قبل شراء السيارة ذاتها.

المشكلة ، هى كيف تعرف أنك تشترى أسهما يكون مبالغا تثمينها أو لا قيمة لها ؟ هنا بعض الافكار المفيدة:

1- للشركات العامة المسجلة فى بورصة الاوراق المالية :

تتطلب هيئة البورصة من مُصدِرى الأسهم فى الشركات العامة publiccompanies التسجيل وإتاحة المعلومات عن مؤسسى الشركة وخلفياتهم لفحص الجمهور ، وطبيعة عمل الشركة . زد على ذلك ، فكما نشرح بتفصيل أكثر فى الفصل 37 ، أن القانون يتطلب من مثل هذه الشركات التحديث الدورى للمعلومات التى

توفرت مبدئيا لهيئة البورصة المالية . وهذه المعلومات تكون متاحة من خلال الشركة أو مكاتب هيئة البورصة المالية (شئون المستهلك) . ويمكن أيضا الحصول على المعلومات من خلال خدمات قواعد البيانات فى العديد من الحاسبات الآلية .

2- **تقارير أخرى منشورة :** وبالإضافة إلى السابق ذكره ، تستطيع أن تنتقى معلومات خاصة بالشركات التى تواجدت لفترة من خلال خدمات معلوماتيه خاصة ، بما فيها:

- خدمات التقييم الائتمانى والمالى لـ دان – و – براد ستريت
- سجلات ستاندارد – و – بور
- أنباء شركة مودى
- دليل الشركة البريطانية ICC

وهذه الخدمات مكلفة لغالبية صغار المستثمرين ، ولكن سمسارك أو محاميك يمكن أن يكون لديهم يسر الحصول عليها.

3- **خدمات أخرى لمعلومات السمسار :** فإذا كنت مستخدما لسمسار ، فيجب أن يكون لديه وسائل الاتصال بالملفات أو قواعد البيانات على الحاسب الآلى ، والخاصة بالمعلومات عن الشركات ذات الملكية العامة وفى تقييم توصيات السمسار ، عليك أن تسأل ما هى المصادر التى أستخدمت فى تجميع معلوماتهم . فالإجابات المقتضبة أو التململ (عدم الصبر) لا يثبط من عزيمتك ، فتلك ردود الفعل يمكن أن تكون مجرد إخفاء الجهل بهذه الشركة.

والآن لديك ومضة من استراتيجيات الاستثمار المسيطرة ، المستخدمة فى أسواق الأوراق المالية ، اليوم، وأنك جاهز للبدء فى تشكيل قائمة إختبار التى يمكنك استخدامها فى إعتبارك لمنتجات استثمارية معينة.

إفتراضات (تسعيرية \ غلة) Pricing / yield Assumption :

بعض أوراق مالية معينة تباع للمستثمرين على أساس غلتها (مكتسباتها) ، بمعنى أن السمسار أو البائع للأوراق المالية يتقدم للمستثمر بقوله أن الورقة المالية ستغل (أو بمعقولية مؤكدة ، ستغل) كمية معينة من الفائدة interest أو الربح . فإذا بيعت الورقة المالية على هذا الأساس ، فالبائع يتطلب منه تزويد الغلة مع معلومات كافية للمستثمر لفهم الأساس وجوهرية الأرقام ، ومن المهم تفهم كل المواد الافتراضية للتسعير قبل الاقدام على الشراء .
لا تتردد فى السؤال ، فإن وظيفة السمسار هو الإجابة عليهم كلية.

4- الفحص المرتقب Prospectus Examination (الطرح):

فى التعامل مع إصدار جديد ، فالمرتقب عليه تزويدك بوصف لهيكل الورقة المالية ، ومعلومات خلفية عن الشركة المصدرة والمؤسسون، وكذلك الافتراضات التى على أساسها وُضِع التسعير. و الكثير من الناس يتخوفون من ضخامة المرتقب (الإعلان المطروح) أو اللغة القانونية التى تغلف بها الكثير من المرتقبات.فإذا كنت مُقدِما على استشارة محاميك ، فهو سيكون قادرا على إستعراض المرتقبات معك وتسليط الضوء على النواحى ذات الاهتمام . وفى أى الأحوال ، فلتعلم فى داخلك أن مُحررى هذه المرتقبات ليسوا أكثر تألقا منك ، وإذا كان هناك شىء لا يقبله المنطق ، فليس عليك أن تفترض أن العقلانية هى بسبب أن ذلك "فوق منطقك" . فالسبب الحقيقى قد يكون أن التحليل به خلل أو أن التقديم غير واضح ، وعلى أى حال عليك المثابرة فى البحث بالضبط عن ما يعنى بذلك. وإذا لم تفهم جوهر substance المرتقب ، فحاذر من إجراء أى إستثمار ، فالتسعير وتنبؤات الأداء

ممكن أن تكون قد أسست على إفتراضات لا تفهمها جيدا بما فيه الكفاية حتى لتسأل.

5- **زيادة ذكائك عامة** Increasing your Savvy In General :

فما لم تكن دقيقا (محظوظا) بدرجة كافية لتوقيتك للأسواق أو مرتاحا (جريئا) بدرجة كافية لإجراء إختيارات عشوائية، فعليك أن تحاول تأكيد القيمة الحقيقية للورقة المالية ، المعروضة عليك .

فأولا : السعر عليه ان يعكس علاقة معقولة لقيمة المنتجات أو الخدمات التى تبيعها الشركة . فالوصفات الغامضة لغرض الشركة، والتوقعات أو المراجعات ، لا يمكن قبولها . تذكر أنك لا تشترى حتى إسم العضو المنتدب (حتى ولو كان هذا الاسم ينتمى إلى الملك) ، إنك تشترى قدرة العضو المنتدب على إدارة الشركة بكفاءة . ومن المهم أيضا تنمية المعرفة العاملة للغة اليومية والمفاهيم لكيفية الاستثمار ، حتى ولو كنت تعتمد على سمسار يقوم بالاستثمار لك.

* *

الفصل التاسع والعشرون

الشـــــراء و الــبيـــع

فالآن لديك بعض الأفكار عن نوع المنتجات المتاحة فى السوق والطرق المستخدمة فى تثمين هذه المنتجات ، ويمكنك أن تقرر شراء بعض مما ليس لديك منه أو بيع بعضا مما لديك . هناك أربع طرق أساسية لإنتقال الأوراق المالية من خلال التبادل :

1- شراء   2- بيع

3- بيع مبكر sell short

4- بيع مبكر ضد الصندوق sell short against the box

ولتفعيل هذه الانتقالات ، تستطيع أن تستخدم أحد الأوامر الأربعة التالية :

1- أوامر السوق market orders (أى الشراء أو البيع للسهم عند أحسن سعر متاح)

2- تحديد الاوامر limit orders (أى الشراء أو البيع للسهم عند سعر محدد أو أحسن)

3- إشتر – أوقف الأوامر buy – stop orders

4- بيع – أوقف الأوامر sell – stop orders

وهناك وسيلتان أساسيتان لسداد قيمة الصفقات transaction

1- نقدا

2- هامشيا margin

الصفقات المنتظمة regular trading

لنقل أن بهاء يشترى 10.000 سهم من أسهم Z بسعر 5 جنيهات للسهم بقيمة 50.000 جنيه نقدا ، ويحتفظ بالأسهم مدة طويلة لتحقيق ربح من بيع الأسهم . بهاء بذلك قد ساهم فى صفقة شراء عادية وصفقة بيع عادية.

البيع المبكر selling short

ويعنى ذلك أن بهاء يبيع أسهما لا يمتلكها بنية شرائها لاحقا عند سعر أقل إلا أن المستثمرين لديهم طريقة أخرى لتوليد ربح عندما يعتقدون بأن سعر السهم مغالى فيه و يتوقعون أن يهبط . والاستراتيجية المتبعة فى هذه الحالة هو البيع المبكر selling short . فهو يقترض الاسهم security من مستثمر آخر من خلال سمسار ويبيعه فى السوق . وعادة يكون لدى السمسار مستثمر آخر الذى يمتلك الضمان ، عموما فى حساب هامشى ، وراغبا فى إقراض الأسهم . (انظر الشراء الهامشى فى معجم المصطلحات) . ويعتقد بهاء أن أسهم Z تتجه الآن إلى الانخفاض فى أسعارها ، ويجب أن يبيع السهم عند 5 جنيه ، ولكنه لا يمتلك أى أسهم . فمنتهزا ممارسه قديمة العهد لسوق الأسهم، فإن بهاء سيبيع مبكرا. وعندما يشترى المستثمرون أسهما على الهامش margin (و margin call تتطلب من العميل أن يُودع لدى سمساره بالبورصة مالا كافيا أو اسهما ليصبح الحساب الهامشى من المال أو الأسهم مساويا للمتطلبات الدنيا للمحافظة عليه ، أو عند معدل نسبة مئوية). فالسمسار يحتجز الوصاية على الأسهم ، وعموما له الحق فى إقراض الأسهم إلى بائعين مبكرين . وفى هذه الحالة يوجّه بهاء تعليماته إلى سمساره بإقتراض 10.000 سهم وبيعهم عند سعر 5 جنيه للسهم . ولاحقا، إذا هبطت أسهم Z إلى ، ولنقل، 4 جنيه للسهم ، فبهاء قد يقرر تغطية قصوره short وشراء 10.000 سهم . وحينئذ يصدر بهاء تعليماته إلى سمساره بإعادة الـ 10.000 سهم إلى المقرض محققا بذلك ربحا قبل احتساب العمولة ونفقات

أخرى ، قدره 1 جنيه لكل سهم من 10.000 سهم أو 10.000 جنيه . وهبوط بـ 2 جنيه للسهم سيغل ربحا قدره 20.000 جنيه ، وهكذا حسب عدد الأسهم.

ولتجنب الهدير المتساقط لقيمة الأسهم نتيجة للبيع المبكر، فيسمح فقط بالبيع المبكر عندما تكون الأسهم فى صعود uptick ، بمعنى أن رصد quote آخر صفقة تكون على الأقل 1\8 أعلى من الصفقة السابقة ، أو أن " صعودا صفريا Zero tick " يعنى أن رصد آخر صفقتين كان متطابقا.

وللتحذير ، فإمكانية الخسارة فى البيع المبكر غير محدودة. فلنفترض أن شركة Z قد أصبحت هدفا للاستحواذ ، رافعا قيمة سهمها من 10 جنيه ، 15 جنيه ، 20 جنيه أو أكثر . فإذا حُوصِر بهاء caught short، وأجبر فى النهاية على شراء الأسهم بسعر 20 جنيه للسهم ، فإن خسارته ستبلغ 150.000 جنيه! فيصدر أمرا بإيقاف الخسارة (وهو أمر لسمسار السهم بتحديد سعر البيع دون السعر الجارى فى السوق. ويستخدم لإيقاف الخسارة وحماية الأرباح) ولنقل عند 7 جنيه للسهم ، قد يمكن لبهاء بذلك قصر خسارته إلى 20.000 جنيه . مخاطرة تجارية.

البيع المبكر ضد الصندوق sell short against – the box

وبدلا من الحصول على مخزون رخيص نسبيا من أسهم Z من الأسواق ، فبهاء إذا كان ممتلكا لأسهم Z أرخص من سعر السوق ، فذلك قد يحدث نوعا خاصا من البيع المبكر ، يسمى البيع المبكر ضد الصندوق . وممارسة هذا النوع من البيع ليس بجديد ، فهو متواجد منذ 50 عاما على الأقل وقد نُظر إليه من البعض فى الثلاثينيات كطريقة للعاملين المحيطين ببواطن الأمور فى الشركة corporate insiders لحجب إجرائهم صفقات فى أسهم شركتهم . وقد شجب أحد رجال الكونجرس الامريكى بشدة آليات البيع المبكر والبيع المبكر ضد الصندوق ، مهددا جدا بالقضاء عليها. فلماذا هذه العاصفة ؟ جزء من هذا الشعور ضد البيع المبكر ضد الصندوق نمى خارج حدوده بأن

هذه الممارسات مكّنت موظفى الإدارة العليا بالشركة من إخفاء البيع المبكر لأسهم شركتهم ، والتى هى فى الواقع ، مراهنة على الحظ العاثر لشركتهم.

أوامر السوق market orders

مثل أمر سوق من بهاء إلى سمساره بشراء أو بيع الورقة المالية عند أحسن الأسعار المتاحة فى السوق ، فأمر الشراء مثلا لأسهم ABC يعنى الشراء عند أقل أسعار يعرضها السوق ، والأمر " بيع أسهم ABC " يعنى البيع عند أعلى أسعار متاحة فى السوق. وكل الصفقات تسمح بالتجارة من خلال هذا الأمر الأساسى.

تحديد الأوامر limit orders

وهى أمر بشراء ورقة مالية عند سعر معين، تلك تساعد المشترى أو البائع لإرساء حدود دنيا floors وعليا cealing حول سعر الشراء . فإذا رغب بهاء فى شراء أسهم **Z** عند سعر 5 جنيه للسهم ، فهو يقرر السعر عند الحد الذى سيدفعه . لذا فإذا تبودلت الأسهم ما بين 5 + 1\8 ← 5 + 1\4 ، فلن ينفّذ أمر بهاء. وبالمثل ، قد يقرر بهاء سعرا أدنى، الذى دونه لن يبيع أسهم شركة أخرى يمتلك فيها أسهما.

إيقاف الأوامر stop orders

وكما ذكرنا ، يمكن لبهاء الحد من خسائره على الأسهم التى يمتلكها أو التى إقترضها بإصدار التعليمات إلى سمسازه عند وقت الشراء ببيع (أو شراء)أسهم **Z** عندما تتجه دون (أو أعلى ، فى بيع مبكر) قيمة سبق تحديدها. ذلك هو "إيقاف الأمر". وبمجرد الوصول إلى سعر الإيقاف ، فالأمر فى الواقع يصبح أمرا سوقيا للتبادل عند أحسن سعر متاح. والأمر بالشراء عند

مستوى معين يسمى " شراء إيقاف **buy stop**" والأمر بالبيع عند سعر أدنى معين يسمى "بيع إيقاف **sell stop** ".

ولو أن إيقاف الأوامر و تحديد الأوامر تتشابه فى أنها تضع شروطا على سعر الشراء أو سعر البيع، فهما يختلفان ، حيث أن تحديد الأوامر يفوِّض بالشراء أو بالبيع عند سعر معين ، والأمر يمكن أن لا ينفَّذ عند أى سعر آخر. والأوامر يمكن أن تأخذ مكانها كأوامر نهارية ، والتى هى صالحة فقط لليوم الذى أتخذت فيه، أو جيدة حتى تُلغى (GTC) والتى تبقى على سجلات السمسار حتى تنفَّذ أو يلغيها المستثمر .

* *

الفصل الثلاثون

الشـــهـــادات / الـقـــيد الـــدفـــتـــرى

Certificates / Book Entry

إن شراء الأوراق المالية يمكن أن يستدل عليه بتسليم شهادة بالأسهم، وفى الأيام السالفة ، فمجال شهادة الأسهم كان موضعا للفخر للمُصدِر ، والشركات المُصدِرة للشهادة كانت تجتهد فى إظهار براعتها الفنية .

يمكنك أن تختار قيام سمسارك بتسجيل الورقة المالية بإسمك وتسليمها لك ، أو تركها فى وصاية سمسارك ، وفى تلك الحالة سيؤمَّن عليها ضد السرقة أو الضياع بشركة SIPC الأمريكية (Securities Investor Protection corporation) حتى نصف مليون دولار بحد أقصى . وبمرور الأيام ، فالآن لا يستلم المشترى ورقة شهادة الصفقة ، والتى بدلا من ذلك يُجرى تفعيلها من خلال نظام القيد الدفترى (نظام أمناء الحفظ فى مصر) . وهذا النظام يعكس إنتقالات الأسهم كإنقاص أو إضافة إلى حساب المستثمر لدى السمسار.

* *

الفصل الواحد والثلاثون

التحوط

Hedging

للتحوط ضد تحركات سعر الورقة المالية، فللمستثمر الكثير من الأدوات المتاحة . وأى تحوط سيُختار، يعتمد على الخطر الذى يحاول المستثمر تجنبه . وهنا سنركز على التحركات فى القيمة ومخاطر سعر الفائدة.

وللتحوط ضد التحركات فى القيمة للورقة المالية ، فالحائز يمكن أن يختار خيار الاستدعاء A call (عقد يعطى المشترى الحق فى شراء سلعة عند سعر متفق عليه خلال فترة زمنية معينة) أو خيار الإستغناء A Put (عقد يعطى المشترى الحق فى بيع سلعة عند سعر متفق عليه خلال فترة زمنية معينة) . وهذه الخيارات هى الحقوق التعاقدية لبيع أو شراء أسهم فى ظل ظروف معينة ، فإذا كان الخيار غير شرطى ، فالمشترى يمكنه خيار بيع أسهمه للشركة عند أى وقت بعد الشراء. وخيارات الإستغناء قد تكون محدودة لسعر جذاب يسمى strike price - فعلى سبيل المثال سعر ثابت للسهم قدره 5 جنيهات. فإذا انخفض سعر السوق دون السعر الثابت ، فخيار الإستغناء يكون مربحا للمشترى. وخيارات الإستدعاء هى الحقوق التعاقدية لشراء أوراق مالية ، فمثلا ، قد يكون للشركة حق الإستدعاء لأسهمها أو سنداتها من المشترين بعد خمس سنوات من إصدارها ، عند سعر السوق.

وعلى مدى العقد السابق ، فمصممى الأوراق المالية قد أوجدوا العديد من الأدوات الجديدة لمساعدة المستثمرين من المؤسسات وتجار الأوراق المالية فى التعامل مع مخاطر أسعار الفائدة . وإثنان من أكثر الأدوات شيوعا هى الأغطية **Caps** والتبادلات **Swaps**. والأغطية هى عقود يتفق فيها أحد

الأطراف على دفع تعويض إلى الطرف الآخر إذا ارتفع سعر الفائدة عن مستوى معين. فإذا كانت التعويضات والترتيبات المالية مع البنوك ضخمة ، فالبنوك يمكنها حماية نفسها فى صفقة من هذا النوع بإدخال عقد لشراء المستقبليات فى السندات الأوربية Eurobonds أو الأوراق المالية الخاصة بالخزانة ، والتى تنتج ربحا عندما ترتفع سعر الفائدة. والتوليفة Combination من غطاء (الحق فى إستلام) والسعر الأدنى floor (الالتزام بالدفع) تُسمى الطوق Collar.

* *

الفصل الثانى والثلاثون

صناديق الاستثمار و وحدة التوصية المحدودة الاستثمارية

Mutual Funds And Unit Investment Trusts

إن الأساس الأول لفهم صناديق الاستثمار هو فهم ما لا تمتلكه فأنت لا تملك الأسهم التى يستثمر فيها الصندوق . فعلى سبيل المثال ، إفترض أنك تضع بعض المال فى صندوق إستثمارى يستثمر كلية فى GNMAs ، وهى ورقة مالية يؤيدها الإيمان الكامل والثقة بالحكومة الأمريكية . فهل إستثمارك فى الصندوق آمن تماما ؟ لا.

إعتبر صندوقا آخر يستثمر كلية فى أوراق مالية حكومية ، أذون خزانة ، سندات خزانة ، تلك أيضا، يؤيدها الإيمان الكامل والثقة بالحكومة الأمريكية . فإذا إستثمرت فى هذا الصندوق ، فهل أموالك فى أمان تماما ؟ لا.

فى كل من المثالين ، فالمستثمرون لا يشترون مباشرة " الأوراق المالية الأكثر أمانا " ، وبدلا من ذلك فهم إشتروا أنصبة فى شركة التى تستثمر فى أكثر الأوراق المالية أمانا. فإذا عانى هذا الصندوق خسارة، فحملة الأسهم سينالهم نصيب من تلك الخسارة ، ولا يغيب عن الذهن أن تلك الأوراق المالية تحميها الحكومة الأمريكية . و حقيقة ، فصندوق الاستثمار هو المالك لسجل كل الأوراق المالية فى محفظته . وفى أسوأ الحالات ، إذا أفلس صندوق الاستثمار ، فالمستثمرين فى هذا الصندوق سيكونون بالكاد المالكين لشركة مفلسة ، آخذين أماكنهم فى طابور للمدفوعات طبقا لقواعد الإفلاس . ولحسن الحظ ، فأداء صناديق الاستثمار الأمريكية فيما يتعلق بمخاطر الإفلاس كان تاريخيا ممتازا.

ووحدات التوصية المحدودة الاستثمارية (UITs) هى محافظ كبيرة فى الأوراق المالية مقسمة إلى أسهم مُصدَرة إلى المستثمرين . ووحدات التوصية لها محافظ مالية ثابتة : فبمجرد إنشائها ، فالأوراق المالية فى المحفظة المالية لا تتغير أبدا حتى يحين استحقاقها أو يستدعيها المصدر .

ووحدات التوصية على عكس صناديق الإستثمار ، لا تُدار managed ولذلك فالمستثمرون فيها يمكنهم توفير أتعاب الإدارة . وكمثل صناديق الإستثمار ، فوحدات التوصية تقدم للمستثمرين فرصة للتنوع فيما يحوزونه. ولأن جودة وحدات التوصية تعتمد على جودة الأوراق المالية فى المحفظة ، فالمستثمرون عليهم الحذر بمعنى أن يتفهموا مكوّن محفظة وحدات التوصية ، وعلى المستثمر أن يكون على يقظة من كيف تعلن وحدات التوصية عن نفسها. وصناديق الاستثمار تكون عرضة لقواعد جديدة التى تصف الطريقة التى تُعرض غلاتها ومحتويات إعلاناتها. ووحدات التوصية ليست موضوعا لنفس التنظيمات regulations الخاصة بصناديق الاستثمار.

* *

الفصل الثالث والثلاثون

البـــــورصــــــات

The Exchanges

بورصة نيويورك المالية NYSE : وتُسمى فى الوسط التجارى باللوحة الكبرى Big Board وتلك البورصة هى أكبر البورصات المالية الأمريكية ، مقيدا بها عام 1988 ما يربو على 40 بليون سهم وعدد لا بأس به من السندات. وفى نفس تلك السنة ، فالقيمة الدولارية للأسهم المتعامل عليها كانت تزيد على 1.3 تريليون دولار ، 7 بليون دولار فى السندات. ولتصبح عضوا فى هذه البورصة ، فالشخص يشترى عضوية Seat ، ومتوسط تكلفة العضوية عام 1989 تراوحت ما بين 600.000 دولار و 700.000 دولار وبالمقارنة مع ثانى أكبر بورصة أمريكية وهى البورصة الأمريكية، فإن العضوية تتراوح تكلفتها بما يزيد قليلا عن 200.000 دولار.

وبالإضافة إلى قوانين فيدرالية معينة ، فتشغيل بورصة نيويورك المالية تحكمها قواعد الأرضية floor rules التى أسسها مجلس محافظى بورصة نيويورك المالية . هذا ووحدة الصفقة فى أسهم بورصة نيويورك المالية تكون 100 سهم و تسمى round lot بإستثناء أسهم معينة تحددها البورصة للتجارة فى حزم أقل من عدد تلك الأسهم. ولأن المستثمرين الصغار لا يمكنهم أحيانا إصدار أوامر لسماسرتهم من وحدات 100 سهم ، فهذه الخصوصية أوجدت لوكلاء الأسهم dealers التخصص فى لوطات تجارية أقل من 100 سهم (تسمى لوطات شاذة add lots) ، وهؤلاء التجار يسمُون تجار اللوطات الشاذة . والسماسرة الأعضاء فى بورصة نيويورك المالية يمكنهم أن يبيعوا لوطات شاذة إلى أخصائيى بورصة نيويورك المالية ، الذين

بدورهم سيجمعون اللوطات الشاذة فى شكل لوطات من 100 سهم round lots للتعامل عليها.

والمستثمرون الذين يشترون لوطات شاذة ، عادة ما يدفعون تعويضات أزيد لسماسرتهم ، وحيث تتباين هذه الرسوم . وبعضا من البيوت الأكبر للسمسرة بالتجزئة retailbrokerage house لا تتقاضى أتعابا عن اللوطات الشاذة لبعض الأسهم ، لأنهم يحتفظون بأعداد كافية من هذه الأسهم في مخزونهم ، خالقين بفاعلية سوقا لهذه الأسهم .

البورصة المالية الأمريكية Amex: وهى ثانى أكبر البورصات الأمريكية بعد بورصة نيويورك للأوراق المالية، وغالبا ما يزال يشار إليها بالناصية "Curb" حيث أصولها كسوق فى مكان مفتوح يُجرى على ناصية الشارع . والسؤال هو كيف تختلف عن بورصة نيويورك المالية ؟ عموما أسهم الشركات الصغيرة و المتوسطة هي المسجلة بها .

والشركات المتداول أوراقها المالية فى بورصة نيويورك المالية محظور عليها طبقا لقواعد البورصة من تسجيل الخيارات على تلك الأوراق المالية . ولهذا السبب ، فالكثير من الشركات تسجل خيارات أوراقها المالية فى البورصة المالية الأمريكية . وبصرف النظر عن صغر حجم البورصة المالية الأمريكية عن بورصة نيويورك المالية ، فان الحجم التجارى Trade volume والقيمة الدولارية مازالت ضخمة . ففى السنة المنتهية 31 ديسمبر 1988 ، جرى التداول على 4 بليون سهم بقيمة تزيد عن بليون دولار من حقوق المساهمين فى البورصة المالية الأمريكية ، بجانب ما يزيد عن 43 مليون خيار ، وبما يزيد عن 600 مليون سند (603.882.000) .... وحالما يأخذ السمسار الأمر من المستثمر بخصوص ورقة مالية مسجلة فى

بورصة نيويورك المالية أو البورصة المالية الأمريكية ، فإنه يكتب تذكرة بأمر المستثمر . تلك التذكرة بها معلومات مثل السعر ، اسم الورقة المالية ، للشراء أو للبيع ، وعما إذا كان الأمر هو أمر سوق أو أمر محدد أو إيقاف أمر. وهذه المعلومات ترحَّل إلى أرضية البورصة عن طريق الحاسب الآلي أو في بعض مكاتب السماسرة عن طريق عامل سلكى wire operator.

هذا ولو أن البورصتين تختلفان إلى حد ما في الإجراءات الداخلية التى تستخدم لتنفيذ الأوامر ، فتقليديا أوامر السوق في كل من البورصتين تُنفَّذ خلال ثوان .

ولكن ماذا يحدث إذا أعطى مستثمر أوامر للسمسار وبطريقة ما أخطأ السمسار في التنفيذ ؟ حيث أن كل الأوامر التي تستلمها بورصة نيويورك المالية أو البورصة الأمريكية ، تنفَّذ طبقا للمعلومات البرقية السلكية wire code، وأن البرقية السلكية هي مجرد انعكاس لما هو موجود على التذكرة ، فالتذكرة ذات المعلومات الخطأ ستنفذ طبقا لشروطها، ولا تأخذ أى من البورصتين أية مسئولية نتيجة لتنفيذ التعليمات الغير دقيقة لخطأ السمسار. لذا فالمنازعات بينك و سماسرتك فيما يختص بالمعلومات الخاطئة على التذكرة يمكن تسويتها بالتحكيم أو في المحكمة .

والبورصة المالية الأمريكية مثل بورصة نيويورك المالية لها مؤشر يتابع أداء أسهم معينة على أساس يومى ، فمن بين 1000 سهم مختلفة مسجلة في البورصة المالية الأمريكية ، فالقيمة السوقية لحوالى 900 منهم تُتابع على مؤشر قيمة السوق Market Value Index .

* *

الفصل الرابع والثلاثون

الـســوق الــمغـلـقـة للأســـهم

The Over- The -Counter Market
(OTC)

وهى لفظ يُستخدم لوصف الأسهم الغير متداولة فى البورصة. وسوق OTC لها مكونان ، سوق ناسداك (NASDAQ) و ما يسمى الورقة القرنفلية (Pink sheet) للأوراق المالية . وكل من المكونين لسوق OTC تنظمها الهيئة القومية لوكلاء الأوراق المالية National Assoc. of Securities Dealrs (NASD). وقياسا بحجم التداول ، فسوق OTC هو ثالث أكبر سوق للأوراق المالية فى العالم بعد بورصة نيويورك المالية ، وبورصة طوكيو المالية.

NASDAQ : حيث AQ الأخيرة من الكلمة الإنجليزية السالفة هى اختصار لـ Automated Quotations System (نظام الاقتباس الآلى). وفيما يغاير البورصتين المذكورتين سلفا، فبورصة ناسداك هو سوق أساسه شاشة الحاسب الآلى ، وليس له أرضية تداول مركزية . وكل المعلومات على الأسهم المتداولة فى سوق ناسداك تتمركز فى الحاسبات الآلية لناسداك فى مدينة ترمبل بولاية كنيتيكت الأمريكية. والوكلاء dealers فى كل البلد يدخلون فى حاسباتهم الأسعار التى يرغبون فى الشراء أو البيع بها، ويستلمون من مركز ترمبل معلومات مماثلة مُحصلة من وكلاء آخرين .وحاليا تتعامل 570 مؤسسة من خلال سوق ناسداك .

وسوق ناسداك يمكن أن يكون به الكثير من الوكلاء يتسوّقون فى نفس الورقة المالية ، والتى تختلف عن الطريقة التى تشتغل بها نظم التخصيص فى البورصتين الأخريين.

الورقة القرنفلية : الأوراق المالية بتلك الورقة لا تُقتبس خلال نظام شاشة الحاسب الآلى لناسداك. والمعلومات عن تلك الأوراق المالية تُنشر من خلال ورقات قرنفلية (ومن هنا يتأتى الاسم) عن طريق الخدمات القومية للإقتباسات اليومية – National Daily Quotation services التابعة للمكتب القومى للإقتباس National Quotation Bureau، والتى تنشر قائمة يومية من أسهم OTC تسمى " الورقات القرنفلية "للإقتباس اليومى". وهذه الورقات متاحة فقط لمؤسسات السماسرة ، والمستشارين المسجلين Registered Advisors والبنوك ، وهذه السوق ليست تجارتها نشيطة مثل سوق ناسداك ، والمستثمرون فى هذه الأسهم عليهم أن يكونوا على حذر من أن البحث عن مشترين لأسهم الورقة القرنفلية ليس سهلا أو بالسرعة التى قد يودونها .

مخاطر التسييل Liquidity Risks

لقد أنتقد تشغيل سوق OTC من قبل البعض بعدم قدرته على تنفيذ أوامر العملاء خلال إنهيار 1987 . وفى تقرير لهيئة البورصة- قسم إدارة السوق "أن انهيار السوق المالى فى أكتوبر 1987 إتضح فيه أن نظام الإقتباس Quotation اصبح لا يعمل inoperative .... فصانعو السوق لم يعد بإستطاعتهم الإعتماد على الإقتباس كأساس لتنفيذ أوامر العملاء ، سواء يدويا أو عن طريق نظم التنفيذ الآلية" . ولقد إعترض بعض المشتركين بالسوق على هذا التقرير ، مصبغين عليه صفة سلبية غير لازمة لأداء سوق OTC. ومنذ هذا الإنهيار ، فلقد تحرك السوق لتصحيح إجراءاته لكى يتجنب تعطلا آخر . ومهما يكن الأمر ، ففى شراء اسهم OTC لن يضيره شيئا التحقق اليومى من حجم التبادل لسهم والتساؤل من سمسارك عن إستقرار السوق.

* *

الفصل الخامس والثلاثون

القوانين الفيدرالية الرئيسية
للأوراق المالية

الأوراق المالية تنظمها الحكومة الفيدرالية وكل من الخمسين ولاية الأمريكية وسيرگز في هذا الكتاب على البرنامج الفيدرالي للتنظيمات . والأساس في تفهم التنظيمات الفيدرالية للأوراق المالية هو تذكر(**أن العم سام كناية عن الحكومة الأمريكية) لا ينظم مصداقية soundness أو جودة الأوراق المالية للشركات الخاصة المعروضة للإستثمار العام .** فالكثير من المستثمرين لا يدركون أن الحكومة ليست في بزنس التأكد من أن المشترين يقدم لهم فقط استثمارات آمنة ومحافظة ، كما أن البائعين أحرار في تقديم أوراق مالية للمشترين آمنة مثل النقدية Cash أو متطايرة مثل النيتروجلسرين (مادة تستخدم في صناعة المفرقعات) . وتتطلب فقط هيئة البورصة المالية أن البائعين يخبرون مشتريهم بما هو هام بخصوص الورقة المالية. والأمر متروك للمشترين لممارسة الحكم التجاري الجيد في تقرير شراء الورقة حالما تفصح عن كل الحقائق. وهناك ست قوانين فيدرالية رئيسية للأوراق المالية:

1- قانون الأوراق المالية لعام 1933 (القانون 33)
2- قانون تبادل الأوراق المالية لعام 1934 (القانون 34)
3- قانون الشركة الإستثمارية لعام 1940 (القانون 40)
4- قانون المستشارين الإستثماريين
5- قانون الوثيقة الائتمانية لعام Trust Indenture 1939
6- قانون الشركة القابضة للمرافق العامة لعام 1935

والكثير مما يجب ان يُفهم بخصوص الأوراق المالية والكثير عن التوتر الطبيعى بين مشترى وبائعى الأوراق المالية ، وما بين السماسرة والعملاء – يعتمد على سياق الكلام للسياسات التى شكلت تنظيم الأوراق المالية. ففى الفصول التالية ، سنستعرض القوانين والسياسات التى صُمِّمت لحماية مشترى الأوراق المالية والأخطار التى قُصد من أن تلك القوانين والسياسات لا تعيقها.

* *

الفصل السادس والثلاثون

القـانـــون 33

يمكن أن يُقسَّم سوق الأوراق المالية إلى سوق أوّلى ، حيث يحدث الطرح المبدئى للجمهور والإصدار ، والسوق الثانوى أو سوق التعامل ، حيث الأوراق المالية تُسجّل مبدئيا وتطرح للتجارة وإعادة تداولها retraded للأفراد والمؤسسات. والقانون 33 هو القانون الفيدرالى الرئيسى الذى ينظم السوق الأولية للأوراق المالية ، والقانون 34 الذى وصف فى الفصل 37 هو القانون الفيدرالى الرئيسى الذى ينظم السوق الثانوية للأوراق المالية .فالخسائر الضخمة التى نتجت من إنهيار السوق المالية ، ونفاذ أرصدة البنوك ، وطوابير الخبز فى زمن الكساد ، 1929 – 1932 ، حضّت الكونجرس على القيام بحماية الجمهور المستثمر ضد الفساد المالى . ففى وقت حدوث إنهيار 1929 كانت لدى معظم الولايات قوانين أوراق مالية نافذة لحماية مواطنيها ، ولكن الخسائر على الاستثمارات إستمرت فى تصاعدها . ومن ضمن الفساد الذى أستشهد به المحققون من الكونجرس هو ممارسات بعض مؤسسات الأوراق المالية التى باعت أوراقا مالية من موقع فى الولاية **أ** إلى مقيمين بالولاية **ب** ذات التنظيم regulated لتجنب مسايرة قوانين الولاية **ب**.

واستجابة للإحتياجات للتزود بتنظيمات فيدرالية عريضة بما فيها الكفاية لضبط الممارسات خارج تناول أى ولاية ، فلقد ووجه الكونجرس بالقرار بكيفية التنظيم ، وكان هناك إختيارين رئيسيين:

1) تنظيمات regulations من نفس أنواع الأوراق المالية التى يمكن أن تقدم للجهور ، مُوجدة بذلك قائمة من الاستثمارات الموافق عليها Approved وقائمة من الاستثمارات الممنوعة ، وهذا البرنامج إتبعته الكثير من قوانين الأوراق المالية لكثير من الولايات.
2) تنظيمات للسوق بالسماح للمصدِرين ببيع أى نوع من الأوراق المالية الذين يرغبون فيها طالما أن الجمهور قد أُعطى له افصاح كامل ودقيق لكل المعلومات المتطلبة لعمل قرار شراء ذكى.

والبرنامج الثانى هو عموما الذى تبناه الكونجرس بالقانون 33 والقوانين الأخرى الفيدرالية للأوراق المالية. والفلسفة الدافعة وراء ذلك كان الإفصاح بدون جزاءات : ضع كل الحقائق بخصوص الإستثمار أمام المشترى وأتركها للمشترين لإصدار قراراتهم عما إذا كان ذلك أحسن منفعة لهم لإستثمار ذى مخاطر أو لإستثمار متحفظ . ومهما يكن الأمر ، فمن المهم للمشترين المرتقبين لورقة مالية ألا ينظروا إلى تسجيل الورقة المالية مع هيئة البورصة المالية (أو إعلان بأن الورقة المالية مستثناه من التسجيل) كخاتم موافقة رسمى لحسن وجودة الورقة المالية.

والإنطباع فى الكونجرس هو أن الكثير من المستثمرين يمكن أن يجتنبوا المآسى المالية إذا توالت الرقابة عن قرب لممارسات السوق. وبتاريخ سابق بعام واحد لإنشاء هيئة البورصة المالية ، وافق الكونجرس على القانون 33 فى إستجابة لمثل هذه الفضائح المالية والفساد الملحوظ.

متطلبات التسجيل : فقبل إمكانية إستخدام المُصدِر للبريد أو التليفون أو أى وسائل للإتصالات عبر الولايات لبيع ورقة مالية للجمهور ، فالمصدر يجب أن يسجل الورقة المالية مع هيئة البورصة المالية ، ويزود المشترين المرتقبين بتوقعات والتى تفصح بدقة عن معلومات مادية بخصوص الأوراق

المالية ، ما لم تقع تلك الورقة المالية فى فئة إستثناءات معينة للتسجيل . وعلى المُصْدِر أن يقدم طلبا بالتسجيل ، الذى يصبح فعالا بعد 20 يوما من التسجيل ما لم تر هيئة البورصة نقصانا أو عيوبا به.

الاستثناءات : لأن متطلبات التسجيل يمكن أن تكون مكلفة ، فما سيكونون مُصدِرين يحاولوا أن يتواءموا مع إستثناءات معينة موجودة فى ميثاق البورصة . والاستثناءات يمكن أن تُطبَّق على الورقة المالية أو مُصدِرها. وتشمل الاستثناءات للأوراق المالية الآتى:

1- أوراق مالية تضمنها الحكومة : أوراق مالية مُصدَرة أو مضمونة بالحكومة الفيدرالية أو الحكومات للولايات أو المؤسسات التابعة لهم.
2- أوراق مالية يصدرها البنك المركزى أو تمثل منفعة فى أو إلتزام مباشر من البنك المركزى.
3- أوراق مالية مقصور عرضها limited offering.والإصدار قاصر على عدد صغير من المستثمرين المحنكين ماليا.

تعيينات خاصة Private Placements المادة 4 (2) من القانون 33 يستثنى من متطلبات التسجيل الإصدارات لغير الجمهور . تلك التعيينات الخاصة يمكن للمصدِر تجنب رسوم تسجيل مكلفة.

هذا وقد تبنَّت هيئة البورصة المالية القواعد(506)لإعطاء المشاركين فى السوق إرشادات أكثر وضوحا لمتطلبات الإستثناء للتعيينات الخاصة . والمفهوم الرئيسى لذلك الإستثناء أن هؤلاء المستثمرين يتحاشون الحاجة للتسجيل والإفصاح المرتقب . من سيناضل لهم؟ تشمل قواعد هيئة البورصة المالية وصف ذلك:

1- بعض المؤسسات الإستثمارية مثل البنوك ، شركات التأمين ، شركات الإستثمار ، المستشارين الاستثمارين المسجلين ، وبعض المؤسسات مستثناة من الضرائب بما يزيد عن 5 مليون دولار كأصول.

2- أعضاء مجلس الإدارة والعضو المنتدب للجهة المصدرة للورقة المالية.

3- أى شخص طبيعى له(ثروة) صافى ملكية net worth تتجاوز مليون دولار أو الذى دخله السنوى يتجاوز 200.000 دولار فى العامين السابقين والذى يتوقع أن يتجاوز 200.000 دولار فى السنة الجارية.

4- أى شخص يشترى على الأقل بـ 150.000 دولار من الأوراق المالية المعروضة مقابل نقدا طالما أن إجمالى السعر المدفوع اقل من 20% من صافى الملكية المشتركة للمشترى وزوجه.

والمستثمرون المذكورون بعاليه يُسمَّون "مُوثـقون" accredited، ولا يُتطلب مستند إفصاح معين لإجراء البيع لمثل هؤلاء المستثمرين . إلا أن البائعين للمستثمرين الموثقين يكونون موضعا لقوانين مكافحة الإحتيال، أحد أذرع القوانين الفيدرالية للأوراق المالية .

* *

الفصل السابع والثلاثون

القـــانـــون 34

البورصات Exchanges مثل بورصة نيويورك المالية، والبورصة المالية الأمريكية وذات السوق المغلقة للأسهم OTC ، والبورصات الأخرى العالمية - تمكن المستثمرين من التجارة فى كل أنواع الأوراق المالية ، وبحجم كبير . والبورصات تزود بالعنصر الهام للسيولة لأسواق الأوراق المالية . ويقال عن السوق أنه مثالى السيولة إذا تمكن البائعون دائما من إيجاد مشترين راغبين فى الشراء ، ومستثمرين يتمكنون دائما من إيجاد بائعين راغبين فى البيع (أنظر الفصل 34 لتحليل هيئة البورصة المالية عن كيف على الأقل فشل سوق واحد تسبب فى إنهيار 1987) . ومن خلال البورصات ، فعدد كبير من أعداد المشترين والبائعين يمكنهم الاتصال ببعضهم وإصدار الأوامر ، مسهلين تدفق رأس المال محليا ودوليا.

وبالرغم من أن بورصة نيويورك والامريكية ، وناسداك، تسود أسواق الأوراق المالية من حيث حجم التجارة اليومية ، ففى وقت إقرار القانون 34 ، تعرف الكونجرس على ما يزيد عن 30 بورصة إقليمية محلية خلال الدولة الأمريكية . والقواعد المنظمة للتجارة فى كل بورصة تباينت كثيرا . والهدف الأكبر من القانون القوى 34 كان لتنظيم مثل هذه القواعد لمنع الذين فى مراكز التحكم فى البورصات أو الذين لهم نفوذ مالى كاف لبسط السيطرة ، من التلاعب بالأسواق لمصلحتهم ولغير صالح الجمهور العام. وفيما يلى مختصرا عن الممارسات الرئيسية بالبورصة التى أدت، إلى إقرار القانون 34 .

الممارسات الهامشية Margin Practices : فى عام 1934 أصدرت لجنة من الكونجرس بيانا بأن عددا منذرا من الأمريكيين استخدموا الائتمان لشراء الأوراق المالية . ففى بورصة نيويورك كان لـ 42% من عملاء أعضاء البورصة ، حسابات هاشمية (وهو حساب سمسار يسمح للعملاء بشراء أوراق مالية من السمسار بأموال مقترضة منه ، وحسب تنظيم مجلس الاحتياطى الفيدرالى ، فقد كانت المعدلات الهامشية منذ عام 1945 تتراوح بين 50% إلى 100% من سعر الشراء ، وحوالى 22 % من عملاء أعضاء البورصة لبورصات أخرى استخدموا حسابات هامشية .

كيف يعمل الحساب الهامشى Margin Account ؟ الآليات الأساسية بسيطة : فالمشترى ينشىء عقدا مع بائع الذى يتطلب فقط من المشترى أن يدفع جزء (عربون) من ثمن الشراء نقدا / مقترضا لتمويل الفرق balance . فإذا كان سعر السوق للأوراق المالية فيما بعد يتجاوز الإجمالى النقدى للعربون زائدا كمية القرض الهامشى ، فالمشترى يمكن أن يحقق معدلا عاليا جدا من العائد على النقدية المستثمرة .ويمكن حينئذ للمشترى أن يبيع الأوراق المالية عند سعر السوق ، مسددا القرض الهامشى وواضعا الربح فى جيبه . وإذا هبطت أسعار الأسهم ، فالمشترى يمكن أن يعتصره الألم، كما يصوره الموقف التالى:

قرر المشترى بوب شراء 10.000 سهم من أسهم Z عند سعر سوق للسهم قدره 5 دولار ، بإجمالى قيمة شرائية قدرها 50.000 دولار. دخل بوب فى تعاقد هامشى مع سمساره متطلبا من بوب أن يدفع عربونا نقديا قدره 5000 دولار وسامحا له بتمويل الباقى 45.000 دولار من سعر الشراء بقرض هامشى من مؤسسة السمسار . وبعد عشرة أسابيع من الشراء ، إرتفعت أسهم Z إلى 10 دولار للسهم. فإذا كان بوب باع حينئذ كل تلك الأسهم بمبلغ 100.000 دولار، فسيكون قد حقق ربحا قدره 55.000 دولار على استثماره

النقدى المبدئى وقدره 5000 دولار . ولكن بوب لم يبع لأن أسهم Z ما زال لها توقعات جيدة.

مؤسسة السمسار سعيدة بتناول قرض بوب طالما أن القيمة السوقية لأسهم Z تتجاوز القرض الهامشى زائدا الفائدة وأى رسوم أخرى تحصَّل من بوب . وبعد خمسة عشر أسبوع من الشراء المبدئى لبوب لأسهم Z ، فقد بدأت فى السقوط ،وظن بوب أن السقوط مؤقت ، ولكنه كان مخطئا. سقطت أسهم Z إلى 4 دولار للسهم، جاعله القيمة السوقية لمحفظة بوب لتكون 40.000 دولار. ولأن القرض 45.000 دولار متجاوز للقيمة السوقية للأسهم ، فمؤسسة السمسار طلبت من بوب تغطية هامشية بإيداع 5000 دولار . (كان بإمكان السمسار طلب أكثر من هذا الإدخال النقدى إذا كان لديه الاعتقاد بأن الأسهم ما زالت تسقط أسعارها). بوب لم يكن فى استطاعته الخسارة أكثر ماليا ، لذا فقد أبلغ سمساره بأمر بيع الأسهم . لذا ، وبشمول الفائدة الهامشية وأتعاب أخرى ، فقد خسر بوب ما يزيد على 10.000 دولار .

وكما يبين المثال أعلاه، فالعقود الهامشية يمكن أن تُعرِّض المشترين لخسارة جذرية فى محافظهم المالية . وكان بإستطاعة بوب الحد من تعرضه بوضع أمر إيقاف الخسارة stop order ، مبدئيا ربما عند سعر 4.5 دولار للسهم ، ثم التحرك إلى أعلى عند أرتفاع قيمة أسهم Z . ولكن بوب كان متفائلا، ولم يفكر فى وسائل لحماية نفسه فى حالة تغير إتجاه أسعار الأسهم لأسفل.

وعلى الأساس جزئيا فى إعتقاده بأن الحجم العالى من الدين كان ممكنا بالحسابات الهامشية ، فقد زادت مضاربات الأسهم وعجَّلت بهبوط الأسواق المالية عندما الدين المنفَّذ على الهامش لم يُستطع سداده ، لذا مرر الكونجرس قانون 34 لبورصات الأوراق المالية.

وللحد من كمية الدين الذى قد يقوم بـه مشترى الأوراق المالية ، فقد أنشأ القانون 34 مجموعة مكثفة من قواعد الهوامش للسماسرة أو الوكلاء dealers ، التى تتطلب من المشترين استثمار كمية معينة من المال لكل دولار ممـوَّل . ولو أن الحساب الهامشى كان وما يزال حسابا ائتمانيا يتطلب تقييما لتفاوت أمان الإئتمان لما سيكون مُقترضا ، فقبل عام 1934 برهن الكثير من السماسرة على ضعف استعدادهم وعدم رغبتهم فى أداء أعمال مملة أحيانا وضرورية لتقييم التفاوت الإئتمانى للمشترى / المقترض .

والخطر من تلك الممارسة كبنك من قبل غير مصرفيين non bankers قد زاد لأن السماسرة ، من خلال مكاتبهم brokerage house ، والمكاتب بدورها من خلال بنوكها ، أصبح لهم تيسيرات غير محدودة لمصادر الائتمان الضخمة لنظام الاحتياطى الفيدرالى . ولكن وليس مثل القروض التى قامت بها البنوك مباشرة للعملاء ، فتلك القروض من السماسرة لم يكن لها احتياطيات مضادة من البنوك أو كان متُحكَم فيها بتنظيمات الاحتياطى الفيدرالى . وكنتيجة لذلك ، فتركيز سلطة الإقراض فى أيدى السماسرة مع الحوافز المالية لزيادة عمولاتهم من خلال المزيد من هذه القروض أدي الى إنتفاخ الحسابات الهامشية بالإئتمان ، معرضة للتسييل إذا تناقصت قيم الأسهم . ولما كان الإدراك المؤخر كاملا ، فتستطيع أن ترى أن تلك الترتيبات دعت إلى الخطر و الحدث المؤسف .

والقانون يضبط التدفق الغير متحكم فيه من الإئتمان، من النظام المصرفى الى الأسواق المالية بطريقتين . **أولا** :إذا كان الإئتمان سيستخدم بغرض شراء أوراق مالية فمثل هذا "الإئتمان الغرضى" يجب أن يعترف به ويُعامل كقرض خاضع كلية لمتطلبات الإحتياط والسدى الحمائي الآخر للمستهلك. **وثانيا :** لمحو إمكانية أن السماسرة سيحصلون على إئتمان من المقرضين الذين لا يخضعون للتنظيمات unregulated، فالقانون يتطلب أن

الإئتمان الغرضى purpose يتحصل عليه فقط من خلال نظام الإحتياطى الفيدرالى.

الممارسات وراء الكواليس Insiders Practies : وهدف آخر من القانون هو حماية جمهور حملة الأسهم ، بالحظر على أعضاء مجلس الإدارة والمدير ، وحملة الأسهم الرئيسيين من المضاربة فى اسهم شركاتهم التى يكونون مدينين فيها بواجبات الولاء والاهتمام . والغرض من هذه المتطلبات هو تمكين هيئة سوق المال وحملة الاسهم من ملاحظة تصرفات الممارسين وراء الكواليس بالشركة لمنعهم من إساءة استخدام المعلومات الداخلية للشركة لتحقيق أرباح عن طريق المضاربة باسهمهم . وهؤلاء الأفراد لا يُمنعون من مزاولة التجارة في أسهمهم ، ولكن القيود على متاجرتهم مصمَّمة لمنع سوء استخدام المعلومات السرية للشركة الغير متاحة للجمهور العام. بعض هؤلاء الأفراد يبيعون ويشترون الأسهم لتحقيق أرباح شخصية ، وآخرون يتناقلون المعلومات لأصدقائهم وآخرين الذين يتاجرون في الأسهم قبل إتاحة المعلومات للجمهور العام . ومنطقيا ، فهؤلاء الأفراد سيكون لديهم معلومات ممتازة عن القيمة الحقيقية لشركتهم وعن الأنشطة الجارية لبزنس الشركة والمرتقبات المستقبلية ، أكثر من حملة الأسهم أو محللى الأوراق المالية .

كما أن هناك مادة قانونية هامة تحد من حقوق هؤلاء الأفراد فى المضاربة في أسهم شركتهم، فأى ربح من شراء أو بيع الأسهم ، متحقق خلال فترة مدتها ستة أشهر ، يمكن للشركة الإفصاح عنها .

والإنترنت في الولايات المتحدة الأمريكية هي أحسن المصادر للمعلومات عن النشاط وراء الكواليس.وتمد (www.quote.yahoo.com)yahoo!Finance و (www.bloomberg.com)Bloomberg بافصاحات موسعة عن صفقات ما وراء الكواليس ، والمستثمرون الذين يريدون تحليلات تفصيلية

أكثر ،فمعلومة التاجر من وراء الكواليس (www.insidertrader.com) تتكلف $49 سنويا. والقانون يفرض عددا من المتطلبات على أى شخص والذى يكون مدير (مركزا إداريا عاليا بالشركة) أو مستفيدا ومالكا لعلى الأقل 10% من حقوق ملكية المساهمين للأوراق المالية التي أصدرتها الشركة ، تلك المتطلبات من هذا الشخص هي : (1) إرسال بيان بأي تغير في ملكيته لأسهم الشركة (2) حساب لأي أرباح تحققت من شراء وبيع أسهم خلال فترة ستة أشهر ، (3) الإحجام عن إجراء أنشطة من شأنها إعطاء المظهر بزيادة الطلب على الأسهم ولكن في الواقع لا تحدث شيئا فى تحويل ملكية مستفادة فى الأسهم – فيما يسمى الإيهام بالمبيعات washsale ، (4) الإحجام عن الإنشغال بممارسة ما يسمى "البيع المبكر ضد الصندوق"

إرسال بيانات الممارسات : Reporting Practices وكما ذكر سالفا ، فالبورصات وضعت الكثير من ممارساتها خلال القواعد التنظيمية الداخلية لنقابات السماسرة house rules .

ففى عام 1934 اكتشف الكونجرس أن القواعد التنظيمية تباينت على الاتساع بطرق كثيرة ،شاملة الكمية المتطلبة من معلومات التسجيل . وتباينت أيضا متطلبات التسجيل ، يعتمد ذلك على عما إذا كانت الأسهم مقيدة بالبورصة listed– بمعنى أن المصدر قدم طلبا بالتسجيل لأسهمه بالبورصة ،أو غير المقيدة – بمعنى أن المصدر وضع أسهمه فى البورصة من خلال عضو قائم بالبورصة (والذى هو أيضا حائز لأسهم المصدر) .

ولإعطاء جمهور حملة الأسهم نفس وسيلة الوصول access مثل الممارسين وراء الكواليس ، إلى المعلومات المحيطة بظروف المصدر المالية، فالقانون 34 يتطلب من المصدر لأوراق مالية مسجلة بالبورصة أن يعرض معلومات عن ظروفه المالية ، والتحديث الدورى للمعلومات . واليوم ، فالقانون 34 يطبق الناحيتين على (1) الأوراق المالية المسجلة في بورصة

قومية national exchange ، (2) أوراق مالية غير مسجلة أصدرتها الشركة بصافى قيمة تتجاوز 3 مليون دولار مصدرة لفئة من الأوراق المالية ذات أكثر من 500 حامل لأسهم حقوق الملكية .

هذا والبيانات لما وراء كواليس الشركة تكون مفتاح لغز مفيد جدا بخصوص مستقبل الشركة . فدراسات عديدة أكاديمية وجدت أن الأوراق المالية (الأسهم) المشتراة بأفراد وراء كواليس الشركة insiders يتفوقون عن أداء السوق . ويعرِّف أحد المستشارين الاستثماريين البارزين فى السوق الامريكي ، إشارة شراء insider عندما ثلاثة او أكثر من هؤلاء الأفراد يشترون ولا يبيعون أى منها خلال أحدث ثلاثة اشهر الأخيرة . ومن ناحية أخرى ، فهو يعرِّف إشارة بيع insider عندما ثلاثة أو اكثر من هؤلاء الأفراد يبيعون ولا يشتروا أى منها خلال أحدث ثلاثة أشهر الأخيرة. وإشارات بيع insiders ليست بدقة إشارات شراء insiders لأن أفراد ما وراء الكواليس قد يبيعوا أسهمهم لأسباب ضرائبية أو أخرى لا تتعلق برؤاهم عن مدى جودة أو إفتقار أداء شركتهم . تذكر أن تجارة ما وراء الكواليس لها القيمة التنبؤية الأكثر إذا تضمنت عددا جذريا من أفراد ما وراء الكزاليس وان أعداد الأسهم المتعامل عليها تكون بنسبة جذرية مما يحوزونه حاليا .

هذا وبالرغم من التشريع الأصلى ، فالقانون 34 تعامل فقط مع الممارسات فى البورصة ولم يتعرض للسوق المغلقة للأوراق المالية OTC ، والقانون الآن ينظم أيضا هذا السوق مثل الكيانات الأخرى والهيئات الاحترافية التي تتعامل مع أسواق مثل OTC .

السماسرة / الوكلاء Brokers / Dealers:

فبالإضافة إلى السماسرة والوكلاء ،والبورصات ، والهيئات ، فالقانون 34 ينظم صانعى السوق . ويعرَّف صانع السوق كأخصائى الذى

يستطيع أن يعمل كوكيل لوضع حزم ضخمة blocks من الأسهم فى السوق أو الذى يعرض نفسه كراغب لصنع سوق فى ورقة مالية بشراء وبيع الورقة المالية (حسب الحاجة) على أساس منتظم . وكل السماسرة / الوكلاء عليهم التسجيل فى البورصة ما عدا الذين يشاركون فى التجارة عبر خطوط الولايات أو فقط الذين يتعاملون فى الأوراق المالية المستثناة ، والسمسار / الوكيل المسجّل يجب أيضا أن ينتمى إلى نقابة مسجّلة لوكلاء الأوراق المالية ، وحاليا، فالنقابة القومية لوكلاء الأوراق المالية NASD هي الوحيدة فى هذا الصدد .

هيئة سوق المال : أنشأ القانون 34 هيئة سوق المال ، الوكالة الفيدرالية المسئولة عن متابعة الالتزام بالقوانين الفيدرالية للأوراق المالية . وبعد إنشائها ، تحصلت أيضا هيئة البورصة المالية على سلطة متابعة الالتزام بالقانون 34 ، الذى فى السنة الأولى لتواجده قد نظمته هيئة التجارة الفيدرالية .

* *

الفصل الثامن والثلاثون

القانون 40 وتشريعات أخرى

إن قانون الشركة الاستثمارية لعام 1940 يُطبَّق على أى كيان يتوفر فيه التعريف "بالشركة الاستثمارية". والقانون صُمِّم فى الأساس للحد من الاستخدام السيىء فى شركات الاستثمار بمطالبة الشركة بإخطار هيئة البورصة المالية عن وجودها وأنشطتها ، من خلال التسجيل . والشركة الاستثمارية تُعرَّف ، طبقا للقسم 3 (أ) من القانون 40 ، لتشمل المصُدِر الذى :

1- يكون أو يقدم نفسه ككونه مشتركا أوليا ، أو يقترح بالاشتراك أوليا ، فى أنشطة الاستثمار ، إعادة الاستثمار ، أو التجارة فى الأوراق المالية.
2- يكون مشتركا أو يقترح الاشتراك فى عمل إصدار لشهادات بقيمتها الاسمية من نوع التقسيط ، أو كان مشتركا فى مثل هذا النشاط ، ولها أى من مثل الشهادات المتداولة ، أو
3- يكون مشتركا أو يقترح المشاركة فى نشاط الاستثمار ، إعادة الإستثمار ، ممتلكا ، حائزا ، أو التجارة فى الأوراق المالية ، ويمتلك أو يقترح الحصول على أوراق مالية للاستثمار لها قيمة تتجاوز 40 % من قيمة إجمالى أصول المُصْدِر (مستبعدا منها الأوراق المالية الحكومية والبنود النقدية) على أساس غير مدمج unconsolidated

وليمكن اعتبار الشركة استثمارية طبقا للتعريفات السابقة فى القانون 40 ، فالمُصدِر يجب أن يمتلك أصولا والتى هى " أوراق مالية " تستوفى التعريف الذى نوقش فى الفصل الأول . والقانون 40 يستبعد على وجه الخصوص ثلاثة عشر كيانا من التعريف كشركة استثمارية . والاستثناءات الأكثر شيوعا هى:

1- **المُصدرين الذين أوراقهم المالية المتداولة (غير الأذون قصيرة الأجل) مملوكة ومستفيدين منها (كما تواجدت هنا) بما لا يزيد عن 100 شخص ، والتى لا تعمل ولا تقترح حاليا القيام بعرض أوراقها المالية للجمهور**
2- ضامنى مخاطر الاستثمار وسماسرة / وكلاء الأوراق المالية
3- البنوك ، شركات التأمين ، هيئات الادخار والقروض وما يماثلها من مؤسسات
4- أى شخص كل نشاطه موجه إلى إجراء قروض صغيرة ، البنوك الصناعية أو أعمال تجارية مماثلة
5- كيانات معينة لا تهدف إلى الربح
6- أشخاص :

أ- يتحصلون على أو شراء تعهدات خزانة ، وقبول سندات .. الخ ، وفتح حسابات مقبوضات ، والتزامات أخرى

ب- إجراء قروض للمصنّعين ، تجار التجزئة ، وللمشترين المرتقبين لصناعة معينة، تأمين ، خدمات

جـ - شراء وإلا فالحصول على أنصبة فى العقارات

وبرنامج التعريف بالقانون 40 يمكن أن يرى معقدا ، ولكن كقاعدة بديهية للتذكر ، هو أنه عموما على غالبية السماسرة / الوكلاء أن يسجلوا أنفسهم مع البورصة المالية . ووجهة النظر الراسخة هى التشغيل تحت افتراض أن مصلحة المُصدِر هى "ورقة مالية" التى ستسبب للمصدِر أن يُعرّف كشركة استثمارية.

قانون المستشارين الاستثمارين : وقد وُجد هذا القانون لتنظيم ما يسمى بالمستشارين الاستثماريين، مُعرَّفون بـ " أى شخص الذى نظير تعويضات ، يشترك فى أعمال الاستشارة لآخرين ، إما مباشرة أو من خلال المطبوعات أو المكاتبات ، فيما يتعلق بقيمة الأوراق المالية أو الاستشارة الاستثمارية فى ، الشراء أو بيع الأوراق المالية، أو الذين فى مقابل تعويضات يصدرون أو ينشرون تحليلات أو تقارير تتعلق بالأوراق المالية".

ويستبعد بالأخص من هذا التعريف ، الآتى :

(1) البنوك التى ليست شركات استثمارية ، (2) (محترفون معنيون ، بما فيهم المحامون والمحاسبون اللذين يقدمون استشارات استثمارية عرضية فقط لممارسة مهامهم ، (3) السماسرة / الوكلاء ، طالما أن النصحية التى يعطونها عرضية لمسار أعمال السمسرة ، وهو يُعوَّضون على الخصوص نظير خدماتهم ، (4) الأشخاص المقصورة خدماتهم على الأوراق المالية للحكومة الأمريكية ، (5) الناشرون لأى جريدة جادة ، مجلات اخبارية ، مطبوعات تجارية أو مالية ذات توزيعات عامة ومنتظمة.

قانون الوثيقة الائتمانية لعام 1939 Trust Indenture : وعموما هذا القانون يطبق على إصدار أوراق مالية دائنة للجمهور، ويتطلب أنه فيما يتعلق بمثل هذا الإصدار أن يُعيَّن أمين عام trustee مستقل لحماية مصالح حملة الأوراق المالية الدائنة . ويتطلب القانون عموما أن تُصدر الأوراق المالية الدائنة عقب وثيقة إئتمانية ذات شروط يقتضيها القانون.

قانون الشركة القابضة للمرافق العامة لعام 1935 : وقد صدر هذا القانون للحد من مفاسد مالكى الشركات القابضة للمرافق العامة فى العشرينيات والثلاثينيات من القرن الماضى.

* *

ما هى أحسن طريقة لاختيار سمسارك ؟

للكثير من المستثمرين ، فالتليفون هو الاتصال الوحيد بسماسرتهم. الكثير من المستثمرين يجرون استثماراتهم مع السمسار بعد مقابلتهم (أو المستشارين الماليين) من خلال التليفون من طرف واحد cold calls ، وذلك فى مقر عمل المستثمر أو فى منزله ، أو بدافع من إعلان تجارى تلفزيونى أو إعلان بجريدة ، فالمستثمر قد يبادر بالعلاقة عبر التليفون . وبعد هذه المكالمات التليفونية ، فالمستثمر قد يعرف أكثر قليلا عن الشخص فى الطرف الآخر من الخط أكثر من إسمه ، وعما إذا كان رد الفعل مبهج بما فيه الكفاية.

و طريقة جيدة لإختيار سمسار هو أن تنتخب أسماء من أصدقائك أو العائلة الذين كان لهم خبرة جيدة مع سماسرتهم. فإذا كان هذا الحصر الغير رسمى لا ينتج عنه أسماء ، فعليك بالحصول على نسخة من مكتبتك عن مجلدات لمكاتب السماسرة فى ناحيتك ، تخصصاتهم وتاريخهم . أحد تلك المجلدات هى " وكلاء الأوراق المالية لأمريكا الشمالية " وتصدره ستاندارد و – بور. فإذا خططت لإستخدام خدمة كاملة للسمسار (وليس سمسار خصم discountbroker) فستحتاج للحصول على إحساس بكيفية الإدارة بمؤسسة السمسار وذلك بزيارته ، ولإجراء مقابلة مع السمسار المرتقب .تلك المقابلة عليها أن تحوى فى أدناها ، أسئلة بخصوص (1) خبرة السمسار فى الاستثمار فى المنتجات المختلفة التى قد تهمك ، (2) نوع وجودة البحث الذى يقوم به السمسار قبل التوصية بشراء أو بيع ورقة مالية ، (3) أى إجراءات تأديبية تتعلق بالأوراق المالية ، تحكيمات ، أو قضايا التى قد يكون فيها السمسار طرفا . وعليك الاتصال بأقرب مكتب لهيئة البورصة المالية للبحث

عمـا إذا كـان السمـسار موضـعا لـدعاوى قـضائية . وعليك الـتأكد مـن نظـرية الاستثمار التى يتبعها السمسار (الفصل 23- 27) وجدول عمولات السمسار، وغالبا بيوت السمـسرة لـديهم عقود عليك بإستعراضها والتوقيع عليها قبل فتح حساب مع السمسار. وعلى هذه الاستمارة التعاقدية عليك أن تبين أى تعليمات، إذا وجدت ، قد ترغب فـي إعطائها لسمسارك للتعامل مع أوراقك المالية بدون إستشارتك أولا. فإذا لم ترغب فى إعطـاء سمـسارك أى تعليمات للتعامل بناء علـى مـبادراته الذاتـية ، فعليك أن تظهـر ذلـك بوضـوح. تابـع مقابلـتك معـه بخطاب بملخص ما تم فى المقابلة ، إذا كان ذلك ضروريا.

مـا هو الفـرق بين سمـسار الخـصم discountbroker والسمسار كامل الخدمة؟

أولا ، سمـسار الخـصم يتقاضـى عمولة أقل من السمسار كامل الخدمة ، ولـو أن هـناك تبايـنات واسـعة بيـنهما . وكمـا ذكـر سلفا ، فالمـستثمرون علـيهم فحص معدلات الأتعاب قبل فتح حساب مع مكتب السمسار. وسماسرة الخصم يستخدمهم أساسـا المـستثمرون الـذين يـرغبون فـى اتخـاذ قـرارات استثماراتهم بـشراء أو بـيع الـورقة المالـية (سـهم أو صـندوق اسـتثمار) . وعمـوما هـؤلاء السماسرة ينفذون الأوامـر بالـضبط كمـا كتـبها العمـيل ، بـدون إبداء النصيحة . وسماسـرة الخـدمات الكاملـة يقدمـون مـدى عريـضا مـن الخـدمات للمستثمرين ، والأكثر أهمـية هى النصيحة بما يتعلق بالأسهم ، السندات ، صناديق الاستثمار واستثمارات أخـرى تُـرى أنهـا مشتريات جـيدة . لـذا فهـذا النـوع مـن السماسرة يكون فى دائرة اهتمام الناس الذين يريدون نصيحة مالية على استثماراتهم.

ما هو المرتقب a prospectus ؟

هو وثيقة تصف السهم العام ، الشركة المصدِرة للورقة المالية، وأعضاءها التنفيذيين ، ومصدر الأموال لدفع الالتزامات التى تنشؤها الورقة المالية . خلاصة القول ، أن المرتقب هو الوثيقة التى عليها أن تعطى المستثمرين كل المعلومات الهامة بخصوص الطريقة التى ترمى إليها الورقة المالية وكذلك أى مخاطر معينة قد تتأتى من ملكيتها . والقياس المُستخدم لإتخاذ قرار بما هى المعلومات عن الورقة المالية تكون هامة (ولذلك ، يجب أن يشملها المرتقب) وما هى المعلومات التى يمكن أن تُحذف وتكون " مادية " . فعلى سبيل المثال ، افتراضات التسعير ، حيثما تباع الورقة المالية على أساس الغلة ، هى معلومات مادية. والحالة المالية للمُصدِر والقضايا الرئيسية ضده تكوّن أيضا معلومات مادية.

و للأسهم العامة ، فالمرتقب يجب أن يُسجِّل ويصبح فاعلا قبل بيع الأوراق المالية للمستثمرين . والمرتقب الذى تم تقديمه إلى هيئة البورصة المالية أحيانا يسمى عرض مقدم للإعلان offering circular . ومن الأهمية استعراض المعلومات المحتواه فى المرتقب قبل اتخاذ قرار الاستثمار . وأحيانا تثبط همة المستثمرين من تخانة أوراق المرتقب والشرعيات القانونية التى قد يحتويها . ومهما يكن الأمر ، فالمعلومات يجب أن يستعرضها المستثمر ، فى الحالات التى تتضمن استثمارات كبرى فيستعرضها أيضا المستشار المالى أو محاميك.

ما هى ADRs ؟

هى شهادات تفاوضية تمثل عددا معينا من أسهم أوراق مالية أجنبية . وهذه الأوراق المالية الأجنبية ، فى الواقع ، تودع مع مؤسسة فى الدولة الأخرى ، عادة بنك . وتمثل ADRs جزءا أو عديدا من إجمالى الأسهم لشركة

أجنبية وتكوّن استلاما إيداعيا تمكن حائزها من تحويل الملكية إلى الملكية المقابلة من أوراق مالية أجنبية ، ببساطة بتحويل الـ ADRs. ومعظم ADRs فى الولايات المتحدة الأمريكية يتم التعامل عليها فى سوق ناسداك ، ولو أن بعضها يجرى التعامل عليه فى بورصة نيويورك المالية . وأحيانا تسمى ADRs " الأسهم الأمريكية". وبينما ADRs هى الوسائل السائدة المستخدمة فى تجارة الأوراق المالية الأجنبية فى أسواق الولايات المتحدة الأمريكية، فعليك ن يكون ببالك أن أوراقا مالية أجنبية معينة يجرى التعامل عليها فى الولايات المتحدة الأمريكية مستخدمة آلية غير ADRs ، فمثلا الشركات الهولندية أحيانا ينشئون فئات خاصة من الأسهم العامة لتوائم سوق الولايات المتحدة الأمريكية.

ما هى وحدة الوصايات الاستثمارية UnitInvestmentTrusts(UITs) ؟

هى محافظ مالية كبيرة من الأوراق المالية تُقسَّم إلى أسهم مُصَدرة على مستثمرين ، ولها محافظ مالية ثابتة fixed بمعنى انه بمجرد إنشائها فالأوراق المالية فى المحفظة المالية لن تتغير مطلقا حتى استحقاقها أو يستدعيها المُصْدِر . و UIT فى مقابل صناديق الاستثمار ، لا يجرى ادارتها manged ، ولذلك ، فالمستثمرون فى UITs قد يدخروا أتعاب الإدارة .

وكمثل صناديق الاستثمار ، فتقدم UIT فرصة لتنويع ما يحوزونه ، ولأن جودة UIT تتوقف على نوعية الأوراق المالية فى محفظتها ، فالمستثمرون عليهم أن ينتبهوا بمعنى أنهم يفهمون مكوّن محفظة UIT. فمثلا ، إذا كانت محفظة UIT مُكوَّنة من سندات ذات كوبون صفرى ، فالمستثمر لن يستلم أى فائدة حتى إستحقاق هذه السندات ، ولكن مصلحة الضرائب الأمريكية ستفرض ضريبة على مُكوّن الفائدة الحادث والسابق للاستحقاق. وعلى المستثمر أن يكون على بينة من كيفية إعلان UITsعن نفسها. وصناديق

الاستثمار تكون موضعا لقواعد جديدة تصف الطريقة التى يمكن أن تعرض بها غلاتها ومحتوى اعلاناتها ، أما UIT فليست موضعا لنفس التنظيمات regulations.

كيف تختلف ضمانة السهم warrant عن خيار الشراء call option وأيهما أكثر مخاطرة ؟

الضمانات هى خيارات للحصول على عدد ثابت من الأسهم العامة عند سعر محدد سلفا خلال فترة زمنية معينة . والتعريف مماثل لخيار الشراء مع بعض الفروق الأساسية . أولا ، الضمانات تصدرها الشركة التى أصدرت الأسهم دونا عن أمين استثمار خيارات مستقل independent option writer . وثانيا ، أن حياة الضمان عادة أطول كثيرا من خيار الشراء، والمصطلح التقليدى للضمانات قد يتباين من عامين إلى استمرارية .

وللمستثمرين ، فالضمانات هى مضاربات خالصة . والرافعة تعمل بالطريقين . وأسعار الضمانات ترتفع وتهبط أسرع من سعر السهم المشار إليه . وفى هذا المعنى ، فهى مشابهة للخيارات . وتميزهم عن الخيارات هو أن الفترة الأطول لانتهاء مفعولها يعطى المستثمر الفرصة للمضاربة على أسهم الشركة لزمن أطول.

ما الفرق بين الصناديق الاستثمارية المفتوحة والصناديق الاستثمارية المغلقة ؟

يتواجد نوعان أساسيان من الصناديق : (1) صناديق استثمارية مغلقة closed-end funds و (2) صناديق استثمارية مفتوحة open-end funds . والصناديق المغلقة هى شركة استثمارية ذات عدد ثابت من الأسهم التى يجرى التعامل عليها فى البورصة أو خارجها over-the-counter ، وغالبا قيمتها أقل من صافى قيمة أصولها (أصول – خصوم) . والمعلومات

عن صناديق الاستثمار المغلقة تتواجد على الموقع الالكترونى www.closed-endfunds.com

أما صناديق الاستثمار المفتوحة فهى الأكثر شيوعا وتصدر الأسهم عند صافى قيمة الأصل للمحفظة المالية . وعلى عكس الصناديق المغلقة ، فعدد أسهمها غير ثابت ، ولكن بدلا من ذلك تزيد بشراء المستثمرين مزيدا من الأسهم . وهذه الأسهم لا يتعامل معها فى أى سوق ، ودائما تبلغ قيمتها الآتى: الأصول مطروحا منها الخصوم، مقسومة على عدد الأسهم .

* *

معجم مصطلحات

عضو تنفيذى حسابى Account executive : عضو مؤسسة سمسارية الذى ينصح ويتناول أوامر العملاء ن ويجب أن يكون مسجلا مع الهيئة القومية لتوكيلات الأوراق المالية NASD . ويسمى أيضا المستشار المالى ، مندوبا مسجلا registered representative .

مستثمر معتمد Accredited investor : وهو الذى له وسائل جذرية والذى لا يحتسب كواحد من الحد الأقصى 35 شخصا المسموح لهم بإيداع مال فى شراكة محدودة خاصة . مثل هذا المستثمر يجب أن يكون له صافى قيمة ممتلكات بمليون دولار على الأقل أو دخل سنوى لا يقل عن 200.000 دولار ، أو أن يضع على الأقل 150.000 دولار فى الصفقة ، وأن الاستثمار لا يزيد عن أكثر من 20 % من ثروة المستثمر .

فائدة تراكمية Accrued interest : وهى التى تراكمت بين صرف الفائدة الأكثر حداثة وبيع سند أو ورقة مالية ثابتة الدخل. وعند وقت البيع ، فالمشترى يدفع للبائع قيمة السند مضافا إليه الفائدة المتراكمة.

توزيعات متراكمة Accumulated dividend : وهى توزيعات واجبة ، عادة لحائزى أسهم ممتازة متراكمة ، ولكن لم تصرف.

إيصال ايداع أمريكى American Depository Receipt (ADR) : إيصال لأسهم شركة أمريكية يحتجزها بنك أمريكى . والأمريكيون يستطيعون شراء اسهم فى الولايات المتحدة الأمريكية فى شكل ADR.

أى أو كل Any or all : امر بهذا التمريك حيث لا تحتاج أسهم معينة لإجراء صفقاتها معا ، ويمكن اجراء صفقات جزئية.

مضاربة Arbitrage : التربح من الفروق فى السعر عندما يُجرى التعامل نفس الشيء فى سوقين أو أكثر. واستراتيجية أخرى للتحوط هى لشراء أسهم فى شركة التى يقترب الاستحواذ عليها عندما يكون سعر السوق أقل من سعر الاستحواذ المتوقع anticipated .

حساب إدارة الأصول Asset Management Account : حساب فى مؤسسة مالية التى توفق ما بين خدمات مصرفية مثل كتابة شيكات ، وسمات مؤسسة السمسرة مثل شراء أسهم.

أتعاب استرداد Back-endload : يدفعها المستثمر عند سحب مال من استثماره وهى كثيرة الشيوع فى صناديق الاستثمار .

الشئون الإدارية Back office : الأقسام الإدارية بالبنك أو مؤسسة السمسرة التى لا تعمل مباشرة فى البيع أو التجارة.

صندوق متوازن Balaned fund : وهو صندوق الاستثمار الذى يشترى أسهما عامة ، أسهما ممتازة ، وسندات، فى محاولة للحصول على أعلى العائدات المتسقة مع الأمان النسبى .

البالون Ballon : الدفعة الأخيرة على الدين ، والتى هى أكبر بكثير من الدفعات السابقة .

نقطة أساسية Basis : اصغر مقياس مستخدم فى رصد الغلات على السندات وتعهدات الخزانه، والنقطة الواحدة هى 0.01 % من الغلة.

هابط Bear : المستثمر الذى يظن ان السوق محتمل هبوطه ، لذا فمن المحتمل أن يكون بائعا للأوراق المالية.

السند لحامله Bearer bond : السند الذى لا يُصدر باسم المستثمر ولكن يحمل كوبونات التى يمكن أن تقدم لإسترداده من قبل حامله إلى المُصدِر أو العميل الذى بقوم بالدفع.

مكافىء بيتا β-coefficient : مقياس للتقلب النسبى للأسهم بالنسبة لباقى أسهم السوق ، لذا فمؤشر أسهم ستاندارد – و – بور له مكافىء بيتا بقيمة واحد.

مزايدة Bid : أعلى سعر لمشترى مرتقب يكون مستعدا للدفع فى وقت معين لسهم معين .

حزمة Block :مجموعة كبيرة من الأسهم أو كمية كبيرة دولارية من السندات فى ظل حيازة أو يتعامل عليها.

الرقاقة الزرقاء Blue chip: وصف لشركة كبيرة معروفة قوميا، لها سجل طويل من نمو الأرباح وصرف التوزيعات ، وسمعة بالإدارة الجيدة ، والمنتجات ، والخدمات .

قوانين الشفافية Blue-sky laws : قوانين مررتها مختلف الولايات الأمريكية لحماية المساهمين ضد خداع الأوراق المالية ، تتطلب من البائعين لإصدارات أسهم جديدة أو صناديق استثمار تسجيل عروضهم وتزويد تفاصيل مالية عن كل إصدار .

السند Bond :أى ورقة مالية تحمل فائدة التى تُلزم المُصدِر بالدفع لحائز السند كمية معينة من المال . عادة على فترات معينة ، ولإعادة دفع القيمة الاسمية للسند عند الاستحقاق .

القيمة الدفترية Book value : القيمة التى عندها أصل يقيد فى صفحة الميزانية أو تكلفة عندما يُشترى ، أيضا اجمالى صافى قيمة الأصل لشركة .

السمسار Broker : فى مجال الأوراق المالية ، هو الذى يعمل كوسيط بين المشترى والبائع ، عادة ما يتقاضى عمولة.

صاعد Bull : المستثمر الذى يظن أنه من المحتمل ارتفاع الأسعار ، ولذا فهو مشترى لأسهم أو أوراق مالية أخرى.

يوم عمل Business day : فى عالم المال ، الأيام عندما تكون أسواق المال مفتوحة .

مُستدعى Callable : خيار المصدِر (الشركة) فى استرداد أسهم قبل ميعاد الاستحقاق. والمُصدِر عليه أن يدفع للحائزين سعرا ممتازا (+ علاوة) إذا أحيلت الورقة المالية للمعاش مبكرا.

خيار الشراء Call option : الحق فى شراء عدد معين من الأسهم بسعر ثابت فى أى وقت خلال سريان الخيار قبل نهاية المدة المتفق عليها.

أسهم رأس المال Capital Stock : أسهم مرخصة حسب ميثاق الشركة. عدد وقيمة الأسهم المُصَدرة عادة ما تذكر معا مع عدد الأسهم المرخص بها ، فى بند الحسابات الرأسمالية من صفحة الميزانية.

حساب نقدى Cash account : حساب مؤسسة سمسارية التى صفقاتها تُسوَّى على أساس نقدى وهى تُميَّز عن الحساب الهامشى ، الذى فيه يمد السمسار عملاءه بالإئتمان.

مكافئات نقدية Cashequivalent : أدوات أو استثمارات ذات سيولة عالية وأمان ، التى هى حقيقة جيدة مثل النقد.

البنك المركزى Central Bank: بنك الدولة الذى يصدر العملات ، ويراقب السياسة النقدية ، ويحوز ودائع تمثل الاحتياطات لبنوك أخرى ، ويدخل فى صفقات مالية أخرى للحكومة .

شهادة أسهم Certificatestock : دليل على الملكية فى شركة ، مبينة عدد الأسهم ، اسم المُصْدر ، ومعلومات أخرى.

تمخيض Churning : المتاجرة الزائدة عن الحد من حساب عميل يقوم بها السمسار ، والتمخيض غير قانونى.

شهادة إيداع (CD) Certificate of Deposit : إدارة دين يصدرها البنك الذى عادة ما يدفع الفائدة . مدد الاستحقاق تتراوح من عدد قليل من الأسابيع إلى عشر سنوات أو أكثر.

صندوق استثمار مغلق Close-endfund :شركة استثمارية ذات عدد محدود من الأسهم المتداولة. مثل هذه الصناديق غالبا ما تكون مقيدة بالبورصة ، حيث يتم التعامل عليها كأى أسهم أخرى ، غالبا أقل من صافى قيمة أصولها.

أوراق تجارية Commercial Papers : التزامات قصيرة الأجل تصدرها البنوك، الشركات ، ومقترضون آخرون.

أسهم عادية Common Stok: وحدات من الملكية فى شركات عامة . وعادة يحق للمالكين التصويت لاختيار أعضاء مجلس الإدارة و لمواضيع هامة أخرى ، وأيضا لاستلام توزيعات على ما يحوزونه.

المتحوّلات Convertibles : أسهم شركات ، عادة أسهم ممتازة أو سندات ، التى تتبادل مقابل عدد معين أو شكل آخر من الأوراق المالية عند سعر مسبق تحديده .

سعر الكوبون Coupon rate : الفائدة على سند معبرا عنه كنسبة سنوية من القيمة الاسمية .

خيار مغطى Covered option : خيار عقدى تسانده الأسهم الضمنية فى الخيار .

دين طويل الأجل Debenture : أداة دين طويل الأجل ليست مُؤمَّنة برهن على ملكية معينة ، ويوثق باتفاقية تسمى indenture بين المصدر لسند وحائزى السندات .

عدم القدرة على السداد default : فشل المدين فى دفع الفوائد والمبلغ الأساسى من القرض فى مواعيده .

التخفيف (تقليل أثر) Dilution : التأثير على مكتسبات السهم والقيمة الدفترية له عندما تُحوّل كل الأوراق المالية المتحوّلة أو تمارس خيارات الأسهم .

سمسار الخصم Discount broker : بيت السمسرة الذى يتقاضى عمولة أقل انخفاضا بكثير عن السمسار ذى الخدمة الكاملة .

سعر الخصم Discount rate : وهو الذى يتقاضاه البنك الاحتياطى الفيدرالى (المركزى) من البنوك الأعضاء للقروض التى تساندها الأوراق المالية الحكومية أو أدوات أخرى كضمان Collateral .

الحساب المتاح Discretionary account :الحساب الذى يكون فيه للسمسار السلطة لبيع أو شراء الأوراق المالية بدون الموافقة المسبقة للعميل .

توزيعات Dividend : توزيع المكتسبات على حملة الأسهم بكميات يقررها مجلس إدارة الشركة. ولو أنه من الشائع غالبا أن تتخذ التوزيعات شكلا نقديا أو أسهما ، فإنها أيضا يمكن أن تتكون من أملاك property مثل سلع ، عقارات أو استثمارات . ومن المعتاد أن الشركات يمكنها فقط إعلان توزيعات خارج اطار المكتسبات ، ولو أن بعض قوانين الولايات تسمح بإعلان التوزيعات من مصادر أخرى غير المكتسبات . والتوزيعات التى على أساس مصادر غير المكتسبات توصف أحيانا بـ " توزيعات مُسَيَلة " liquidated لأنها عائد على استثمارات حائزى الأسهم بدلا من المكتسبات.

التوزيعات النقدية Cash : وهى الجزء من المكتسبات الموزعة لحملة الاسهم فى صورة نقدية ، وأصبحت خصوما liabilities للشركة بعد موافقة مجلس الإدارة أو إعلان مدفوعاتهم المستقبلية.

نسبة المنصرف Payout ratio : وهى نسبة التوزيعات النقدية لكل سهم إلى صافى الدخل لكل سهم . وتميل الشركات ذات النمو العالى إلى تميزها بانخفاض هذه النسبة ، لأنها تعاود استثمار مكتسباتها لتمويل استثماراتها المستقبلية . وعلى المستثمرين عدم استخدام النسب بمعزل عن النسب لشركات أخرى فى نفس النشاط و من حيث الأداء النسبى لشركة واحدة على المدى الزمنى.

الغلة الموزعة dividend yield : ويتحصل عليها بقسمة التوزيعات النقدية السنوية على سعر الإقفال للسهم. ويمكن مقارنتها بالغلة الموزعة لأسهم أخرى وبالفائدة المدفوعة على السندات وأدوات دائنة أخرى.

تجزئة الأسهم split **أو توزيعات أسهم** : وتجزئة السهم هو اصدار أسهم جديدة لحملة الأسهم . فمثلا سهمين لواحد مجزأ يعطى كل حائز اسهم سهمين

جديدين لكل سهم فى الحيازة . وتجزئة التوزيعات هى ببساطة تجزئة أسهم صغيرة ، فمثلا إذا أصدرت شركة 5% توزيعات أسهم ، فمالك 100 سهم سيستلم خمسة أسهم إضافية من الأسهم ، وذلك من شأنه زيادة إجمالى عدد الأسهم المتداولة ، ويهبط السعر متناسبا مع ذلك وتبقى الأسهم العامة للمستثمرين بدون تغيير. والشركات غالبا ما تصدر توزيعات أسهم عندما لا يمكن تحمل التوزيعات النقدية.

النظرية الفعالة للسوق Efficient Market Theory: النظرية التى فيها أسعار السوق تعكس معرفة وتوقعات كل المستثمرين . ولذلك ، فأى تطور جديد يُعكس سريعا فى سعر سهم المؤسسة .

حقوق ملكية المساهمين Equity : المصلحة فى الملكية التى يمتلكها حملة أسهم الشركة، من أسهم وعكسها من سندات .

توزيعات مسبقة Ex-dividend : الفترة بين الإعلان عن وصرف التوزيعات. فالمستثمرون الذين يشترون أسهما أثناء هذه الفترة لا يحق لهم توزيعات .

المستقبل المالى Financial future : عقد مبنى على أداة مالية مثل الأوراق المالية للخزانة العامة والعملات الأجنبية .

السنة المالية (Fy) Fiscal year: فترة محاسبية تغطى 12 شهر متتالى، 52 أسبوع متتالى ، أو 365 يوم متتالى .

أتعاب مقدَّمة Front- end load : رسم مبيعات يُطبَّق على الاستثمار فى وقت المبادرة بالشراء – على صندوق الاستثمار مثلا.

سمسار كامل الخدمة Full-service broker :السمسار الذى يزود العملاء بمدى واسع من الخدمات شاملة الاستشارة الاستثمارية ، ويتقاضى عمولة كاملة.

الأسواق المستقبلية Future market**:** تبادل السلعة حيث فيها العقود المستقبلية فى أنواع مختلفة من السلع والأدوات يُجرى التعامل عليها.

الطرح العام Going public **:** عبارة تستخدم لوصف العرض الأول لأسهم الشركة على الجمهور المستثمر (السوق الأولية).

صالح حتى يُلغى الأمر (GTC) Good till canceled order**:** أمر عميل السمسار لبيع أو شراء ورقة مالية عادة عند سعر معين الذى يظل صالحا حتى يُنفَّذ أو يلغى .

نمو الأسهم Stock growth: الأسهم العادية لشركة التى نمت أسرع من متوسط المكاسب gains فى مكتسابتها على مدى سنين حديثة .

التحوط Hedging:استراتيجية تُستخدم لمغالبة مخاطر الاستثمار، فقانون السعر الواحد هو مبدأ اقتصادى ينص على أنه فى أية لحظة معينة ، على السلع المتطابقة ان تباع بأسعار متطابقة فى كل مكان فى العالم . فإذا لم تباع تلك الأسهم بنفس السعر فى كل من السوقين (مثلا) فالتصرف بالتحوط سيحدث ويسود قانون السعر الواحد . فالتحوط هو التصرف الآنى من بيع بالسعر الأعلى للاستثمارين وشراء بالسعر الأقل (للتسليم مقابل المبيعات) . سامحا للمستثمر باكتساب ربح بدون مخاطرة . وفرصة التحوط تتواجد بسبب عدم الكفاءة أو الاختلافات فى الأسواق البديلة وبالضرورة لنفس الأصول assets . والتحوط التقليدى نشأ أصلا فى الأسواق العالمية للعملة.

الإرفاق بالمؤشر indexing : ترجيح محفظة استثمارية لتتمشى مع موشر عريض القاعدة ، مثل ستاندارد –و-بور 500 ، من حيث أدائه.

الطرح المبدئى للجمهور (IPO) Initial public offering : التقديم الأول لأسهم الشركة للجمهور .

مقـدِّم معلومة من وراء الكواليس Insider: شخص على بينة لمعلومة أساسية قبل إعلانها للجمهور .

مستثمر مؤسسى Institutional investor : مؤسسة مالية أو أخرى ، صندوق معاشات pension fund الذى يشترى ويبيع حجم كبير من الأوراق المالية.

أداة Instrument : وثيقة قانونية حيث العلاقة التعاقدية تُعطى فيها تعبيرا رسميا أو عن طريقها تُمنح بعض الحقوق .

درجة استثمارية Investment grade**:** مصطلح يستخدم لوصف سندات مناسبة للشراء لصالح مستثمرين حصيفين .

Junk bond : سند ذو درجة ائتمانية مضاربة (محفوف بالمخاطر) من رتبة BB أو أقل ويعرض عائدا أعلى من الفائدة . هذه السندات تصدرها عموما الشركات الجديدة أو ذات القوة المالية للاستحواذ ، وهى مثال تساؤل.

شراء برافعة مالية Leveraged buyout : الاستيلاء على الشركة باستخدام أرصدة مقترضة لتضخيم العائد . غالبا أصول الشركة المُستهدفة تخدم

كضمان للقروض التى يتحصل عليها المستحوذ ، الذى يسدد القروض من التدفق النقدى للشركة. والرافعة المالية تكون ناجحة طالما أن النقود المقترضة تنتج عائدا أكبر من تكلفة الفائدة على القرض الإضافى الذى تم ، ويفهم من ذلك أن الرافعة المالية ذات اتجاهين متضادين لأنها تعظم الخسائر وكذلك المكاسب . إلا أن الدين يتضمن مخاطرة لأن الشركة تلزم نفسها بمدفوعات ثابتة للفائدة . والشركة التى لا تستطيع سداد مدفوعات الفائدة ، تصبح عموما غير قابلة للتسييل insolvent.

مشاركة محدودة limited partnership : منظومة تتكون من شركاء عموميين الذين يديرون مشروعا ، والشركاء المحدودون هم الذين يستثمرون أموالهم ولكن لا يشاركون فى الإدارة وبالتالى لهم مسئولية محدودة.

اصل سائل Liquid asset : نقد أو أدلة نقل استثمارية التى تكون جاهزة للتحول إلى نقد لمقابلة التزامات المدى القصير .

حِمْل Load :أتعاب مبيعات يدفعها المستثمر الذى يشترى أسهم فى صندوق استثمار ذى أتعاب load mutual fund .

سند طويل الأجل Long bond :سند يستحق الدفع فى عشرة سنوات أو أكثر ، عادة ما يستخدم ليشير إلى سند الحكومة الأمريكية ب 30 سنة .

تخطيط طويل الأجل Long position : ملكية ورقة مالية لفترة طويلة.

حساب هامشى Margin account : حساب لسمسار يسمح للعملاء بشراء أسهم بأموال مقترضة من السمسار . وحسب تنظيمات مجلس محافظى البنك

الفيدرالى ، فالمعدلات الهامشية منذ عام 1945 قد تراوحت من 50%
إلى 100% من سعر الشراء.

أمر سوق Market order : أمر لشراء أو بيع ورقة مالية عند أحسن سعر متاح.

المؤشر المرجح للقيمة السوقية Market-value-weighted index : المؤشر الذى مكوناته تُرجَّح طبقا لإجمالى القيمة الكلية السوقية لأسهمه المتداولة .

ميعاد الاستحقاق Maturity date : التاريخ الذى بناء عليه يُصبح مبلغ أداة الدين الأساسية وجوبيا أو مدفوعا .

سند متوسط الأجل Medium- bond term : سند ذو تاريخ استحقاق مدته 2-10 سنوات.

إدماج Merger : توليفة من شركتين أو أكثر ، ينتج عنها شركة واحدة أكبر . وهناك العديد من الطرق التى تأخذ مكانها فى الدمج أو اتحاد فى البزنس. وأساسا ، فهو يتضمن إما الاستحواذ على الأسهم، أو أصل أو توليفة منهما. وفى حالة الاستحواذ بالأسهم، فالشركة المستحوذِة تحصل على حصة حاكمة controlling interest فى التصويت فى الشركة المستحوَذ عليها. وفى حالة الاستحواذ على أصل ، فالشركة المستحوذِة تشترى مباشرة أصول الشركة المستحوذ عليها. وفى غالب الأحيان فالإدماج يرتبط بالاستحواذ ، ويشار إليه بالاختصار M&A أى merger and acquisition وعندما يُتولى زمام الأمر takeover فى نطاق M&A فهو يتضمن أن إدارة الشركة المستحوذ عليها عارضت الاستحواذ.

تقديم عرض الإدماج Tender offer : وهو عرض لكل حائزى أسهم الشركة لشراء الأسهم . ويذكر العرض عدد الأسهم ، السعر ، الإطار الزمنى للسريان الجيد للعرض . والعرض قد يتأتى من الشركة ذاتها أو من شركة أخرى أو مجموعة استثمارية . والعرض المقدم إلى حائزى اسهم الشركة من الخارج هو جزء من تولى زمام الأمور بطريقة غير ودية **hostile takeover** ، وعادة للشراء المفتوح فقط لفترة زمنية حتى عدة أسابيع . ولكل حملة الأسهم الخيار للبيع أو عرض أى أو كل الأسهم التى يمتلكونها . وعادة يكون سعر العرض أعلى جذريا من السعر الجارى لتشجيع حائزى الأسهم على البيع ، وسيزيد سعر السهم استجابة للعرض المقدم ، ولكن سيستقر عند مستوى اقل من السعر المقدم بالعرض. وتظهر هذه الفجوة لاحتمال أن يفشل تولى زمام الأمور.

سوق نقدى Money market **:** سوق دين قصير الأجل ، شهادات الإيداع التفاوضية ، أوراق تجارية ، اذونات خزانة ، الخ.

صندوق استثمار Mutual fund **:** صندوق تديره شركة استثمار التى تستثمر أموالا تتأتى لها من مستثمرى الأوراق المالية ، السندات ، أوراق مالية أخرى . هذه الصناديق تقدم للمستثمرين تنوعا وإدارة محترفة وتتقاضى أتعاب إدارة .

النقابة القومية للتوكيلات للأوراق المالية (NASD) National Association of Securities Dealers : وهى منظمة لا تهدف للربح والتى تشمل فى الحقيقة كل بيوت الاستثمار المصرفية والمؤسسات التى تتعامل فى الأسواق المغلقة (ليس من خلال التبادل المنظم).

شركة المقاصة القومية National Securities Clearing Corporation(NSCC): **هيئة يتم من خلالها تسوية حسابات مؤسسات** السماسرة ، و**الصفقات ، ومؤسسات مالية أخرى – مع بعضها.**

صندوق بدون رسوم NO-load fund: صندوق استثمارى لا يفرض أى أتعاب مبيعات أو عمولات.

أتعاب لا تتكرر Nonrecurring charge : نفقة مرة واحدة تظهر فى القائمة المالية للشركة.

لوط شاذ odd lot : تجارة أوراق مالية تُجرى لأقل من الوحدات التجارية العادية (مسماة لوطات مُقرَّبة round rot) فى معظم تجارة الأسهم (وليس كلها) ، فأقل من 100 سهم تُعتبر لوط شاذ.

خارج حدود الدولة Offshore : اصطلاح يُستخدم فى الولايات المتحدة الأمريكية لأى منظمة مالية التى الإدارة الرئيسية لها خارج الأرض الأمريكية .

فائدة سارية Open interest : العدد الإجمالى من العقود فى سلعة او سوق خيارات التى مازالت مفتوحة – والتى لم تُمارس ، أو يسمح لها بالانقضاء expire ، أو يتخلص منها close out .

خيار Option : عموما ، هو (عقد) يمنح الحق فى شراء أو بيع ملكية، مقابل مبلغ متفق عليه مسبقا . فإذا لم يُمارَس الحق بعد مدة ة معينة ، فينقضى الخيار ويصبح لا قيمة له (أى لا إلزام ببيع أو شراء أصل عند سعر معين عند أو قبل تاريخ محدد. وهذا العقد هو نوع من التأمين ، قد يدفع فيه المشترى تأمينا ضخما .

مُصدِر الخيار Option writer : شخص أو مؤسسة مالية تبيع وتشترى الخيارات .

سوق مغلق (OTC) Over- the- counter : أسهم سوق مغلقة ليست على لوحة البورصة أو تجارتها فى بورصة رسمية ولكن فى سوق تجرى صفقاتها من خلال تليفون أو شبكة حاسب آلى تصل التوكيلات **dealers** ببعض خلال الدولة .

ورقة مالية ناقلة للتدفقات النقدية Pass- Through-Security: ورقة مالية التى تمرر دخلا من المدين خلال وسائط إلى المستثمرين . والشكل الأكثر انتشارا هو الورقة المالية المُدعَمة برهن عقارى (تدفقات نقدية لمحفظة قروض عقارية إلى مستثمرين فى أوراق مالية تم توريقها من تلك المحفظة).

أسهم رخيصة Penny Stock : اسهم عادة ما تباع بأقل من دولار للسهم وتصدرها الشركات ذات التاريخ القصير أو الغير منتظمة للإيرادات .

حق الإجهاض Preemptive right : حق يُعطى القائمين من حملة الأسهم الفرصة لشراء أسهم إصدار جديد قبل عرضها للغير .

أسهم ممتازة Preferred stock : فئة من اسهم رأس المال التى تصرف توزيعات عند سعر معين ، ولها إمتياز على الأسهم العادية فى صرف توزيعات وتسييل الأصول ، ولكن لا يكون لها عادة حقوق التصويت.

مُرتقب أوَّلى Prelimiary prospectus : الوثيقة الأولى التى يطلقها أمناء الاستثمار underwriter لإصدار جديد لمستثمرين مرتقبين .

نسبة السعر إلى المكتسبات Price earning ratio (PE) : سعر السهم مقسوما على مكتسباته السنوية خلال الاثنى عشر شهر الأخيرة

مؤشر السعر المرجح Price-weighted index : مؤشر فيه مكونات أسهمه ترجح بأسعاره.

سعر فائدة ممتاز Prime rate : سعر الفائدة التى تقتضيها البنوك من أكثر عملائهم مصداقية . وهذا السعر يخدم كأساس لتحديد أسعار فوائد أخرى ، بما فيها بعض أسعار فائدة الرهن العقارى .

المرتقب Prospectus : عرض رسمى مكتوب لبيع أوراق مالية التى تضع الخطة لمؤسسة تجارية مقترحة أو حقائق تتعلق بالعمل التجارى القائم . والمرتقبات تصدرها أيضا صناديق الاستثمار .

خيار البيع Put Option : عقد يمنح المستثمر الحق فى البيع عند سعر معين عددا معينا من الأسهم فى تاريخ معين.

المشى العشوائى Random walk: نظرية عن حركة الأوراق المالية وأسعار السلع المستقبلية، تفترض أن الأسعار الماضية ليس لها استخدام فى التنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية وطبقا لهذه النظرية ، فأسعار الأسهم تتفاعل مع معلومات تأتى إلى السوق بطريقة عشوائية.

معدل الفائدة الحقيقى Real interest rate : معدل الفائدة الجارى مطروحا منه معدل التضخم.

تجزئة معاكسة Reverse Split : اجراء حيث الشركة تقلل من عدد أسهمها المتداولة بتبادلها ، مثلا، سهم مقابل عشرة اسهم مُصدَرة .

توزيع ثانوى Secondary distribution : البيع العام لمستثمرين كبار لأسهم مالية سبق إصدارها .

شركة مستثمرى الأوراق المالية (SIPC) Securitties Investor Protection Corporation : شركة لا تهدف للربح أنشأها الكونجرس، والتى تؤمن على الأوراق المالية والنقد فى حسابات عملائها من أعضاء مؤسسات السمسرة ، ضد فشل هذه المؤسسات ، حتى 500.000 دولار.

دين بأقدمية Senior debt**:** قروض أو أوراق مالية دائنة التى لها ادعاءات مسبقة عن التزامات أحدث عهدا Junior **وحقوق ملكية مساهمين ، على أصول الشركة فى حالة التسييل .**

تسجيل تمهيدى Shelf registration : مصطلح مُستخدم لوصف اجراءات هيئة البورصة المالية التى تسمح للشركات بتوفيق أوضاعها مع متطلبات التسجيل حتى عامين يسبقان طرح الأوراق المالية للجمهور .

بيع قاصر Short Sale **: بيع ورقة مالية أو عقد مستقبلى لسلعة ، لا يمتلكها البائع (مقترض) . فالمستثمر يقترض أسهما للتسليم فى وقت البيع القاصر ، أملا فى إعادة شراء ذات الشئ لاحقا عند سعر أقل انخفاضا . والسلعة التى تباع قصرا تمثل وعدا بتسليم هذه السلعة عند سعر متفق عليه عند تاريخ مستقبلى متفق عليه.**

مستثمر صغير Small investor : مستثمر فردى الذى يشترى كميات صغيرة من الأسهم أو السندات ، غالبا فى كميات شاذة (أقل من مائة).

أخصائى Specialist : عضو من هيئة البورصة الذى يحافظ على التعامل فى سوق لواحدة أو أكثر من الأوراق المالية ، على أرضية هذه البورصة .

سوق لحظية Spot market : سوق للسلع حيث البضاعة تباع نقدا وتسلم فى الحال .

شركة تابعة Subsidiary : شركة حيث أكثر من 50 % من أسهم التصويت تمتلكها شركة أخرى.

تولّى زمام الأمر Take over : تغير فى المصلحة الحاكمة لشركة ، من خلال استحواذ صديق أو إدماج merger أو من خلال مزايدة غير صديقة أو تقديم عطاء.

أذونات خزانة Treasury bills : أوراق مالية قصيرة الأجل ذات استحقاق عند عام واحد أو أقل .

سندات خزانة Treasury bonds : أداة دين طويلة الأجل ذات استحقاق عند عشر سنوات أو أكثر.

أمين استثمار Underwriter : مستثمر مصرفى الذى ، بمفرده أو كعضو من مجموعة ضامنى المخاطر، يتفق على شراء إصدار جديد من الأوراق المالية من المصدر وإعادة بيعها لمستثمرين.

رأسمال مجازف Venture Capital : **مصدر هام للتمويل لشركات ناشئة ويُسمى أحيانا رأسمال مخاطر.**

شهادة Warrant : نوع من الأوراق المالية تُقدم عادة مع أوراق مالية (سند أو أسهم ممتازة) كحافز لشرائها ، وتعطى لحائزها الحق فى شراء أوراق مالية عند سعر متفق عليه خلال وقت زمنى محدد أو ممتد perpetually . والسعر عادة يكون أعلى من سعر السوق عند اصدارها .

سند متحوِّل Convertible bond : ورقة مالية تعطى مالكها خيار تبادلها مقابل عدد محدد من الأسهم العادية.

الشراء الهامشى Margin Trading : وهو اقتراض المستثمر لمبلغ من المال من شركة السمسرة التى يتعامل معها بغرض تمويل شراء أسهم ، واستخدام استثماره فى تلك الاسهم كضمان للمديونية . غرض المستثمر من ذلك زيادة القوة الشرائية له للحصول على عدد أكبر من الأسهم دون سداد كامل قيمتها ، وبالتالى تحقيق عائد أعلى من قيمة استثماراته النقدية فى حالة ارتفاع سعر تلك الأسهم.

البيع على المكشوف : عندما يتجه السوق للهبوط ويستشعر المستثمر استمرارا فى الهبوط فإن بوسعه القيام بالمضاربة على توقعه وذلك من خلال بيعه لأوراق مالية لا يملكها (بيع على المكشوف) ، فبدلا من اقتراض نقدية لشرائها ، يمكنه اقتراض الأوراق المالية مباشرة من شركة السمسرة وبيعها على أمل إعادة شرائها مرة أخرى بسعر أقل لردها لشركة السمسرة وتحقيق أرباح من خلال ذلك، مع العلم بأن قوانين ولوائح سوق المال المصرى لا تسمح بالبيع على المكشوف للأوراق المالية. ونظرا لخطورة الرافعة المالية (أى الاقتراض لتوسيع فرص الربح) فى عملية الشراء بالهامش – أى نسبة ما

يقترضه المستثمر لشراء أوراق مالية بالهامش إلى قيمة ما سدده بالفعل من هذا الثمن، فهى تجارة أساسية مبنية على الائتمان ، فإن السلطات الرقابية دائما ما تضع قواعد صارمة للغاية للحد من الائتمان الذى يمكن تقديمه للمستثمرين ، ولضمان عدم اهتزاز الاستقرار المالى لشركات السمسرة . ومن المتطلبات القانونية لشركات السمسرة توافر حد أدنى من صافى رأس المال (الأصول السائلة والأصول التى يسهل تسييلها والمملوكة لشركة السمسرة) كما تتضمن تلك المتطلبات وضع نسبة معينة كحد أقصى لقيمة ما تتيحه شركة السمسرة من تمويل لعملائها للشراء بالهامش . وفى مصر أصدرت هيئة سوق المال لوائح جديدة تحكم عمليات الشراء بالهامش .

هذا ونود أن نضيف أن كل الأوراق المالية المشتراه على الهامش تُحتجز لصالح السمسار (اسم شركة السمسرة) بدلا من اسم المستثمر . إلا أن المستثمر هو المالك للأوراق المالية جانبا كل الأرباح ومتحملا الخسائر . هذا بالإضافة إلى أن المستثمرين يتحصلون على كل التوزيعات الناتجة عن هذه الأوراق المالية . وهذا القرض من السمسار تُحسب عليه فوائد .

الاستثمار المستمر On-line Investing : كم ضخما هذا النوع من الاستثمار فى السوق الامريكى؟ فى عام 1995 ، كان بالكاد نسبة مقيسة من الصفقات التى بقوم بها المستثمرون الأفراد. وبنهاية عام 1998 ، بلغت هذه النوعية من الصفقات 25 % . وكان أكثر من 75% من تلك الصفقات قام بها شارلز شواب، السمسار رقم 1 ، و كانت على الانترنت . ويتحصل شواب على أكثر من 70 مليون طلب يوميا . وحاليا هناك أكثر من 100 شركة ضالعة فى صفقات الاستثمار السريع . وقدّر لحسابات الاستثمار السريع أن تتضاعف إلى 14 مليون فى الفترة من عام 1999 إلى نهاية عام 2000 – كان **السعر** أكبر ميزة فى تلك النوعية من الصفقات نظرا للوفورات الهائلة فى التكلفة ،

إذ كانت تكلفة السمسرة لتلك الصفقات أقل بكثير من تلك التى فى المؤسسات ذات الخدمة الكاملة . ويتقاضى شارلز شواب (www.schwab .com) الذى تمثل حساباته 27 % من هذه النوعية من الصفقات 29.95 $ عن كل صفقة حتى 1000 سهم و 0.03 $ لكل سهم اضافى ، وتصل تلك السمسرة إلى 116$ للمؤسسة كاملة الخدمة (حيث التوصية والارشاد مدعومة بقمة الباحثين المحللين).

أما بخصوص **الاختيار** ، فإنه ليس عملية سهلة اختيار السمسار الذى يوصف بأنه أحسن ما يناسب نموذج معين وأهدافه من الاستثمار ، فعلى المستثمرين القيام بأبحاثهم الخاصة. فالتكلفة بمفردها لا يجب أن تكون العامل الحاسم. وبخصوص التنفيذ ، فالنمو الجارى لصفقات الاستثمار المستمر سبب مجموعة من المشاكل الخاصة بها. وتشير تقارير هيئة سوق المال الأمريكية أن الشكاوى الخاصة بهذه النوعية من الاستثمار تشمل الاستجابة البطيئة لمواقع الشبكة ، والمساندة الهاتفية الغير مناسبة .

وعندما يكون حجم التعامل السوقى ضخما ، أو عند محاولة شراء طرح عام أوّلى ، **فمن العقلانية استخدام محدودية الأوامر limit orders بدلا من أوامر السوق market orders (انظر الفصل 29) حتى لو كانت أكثر تكلفة . فالأمر المحدود هو تجارة فقط عند سعر معين ، بينما أمر السوق يُنفذ عند السعر الجارى . والأمر المحدود يمكن المستثمر من أنه لن يفاجأ بالسعر الذى دُفع أو أُستلم لصفقة أوراق مالية.**

صناديق الاستثمار المرجحة بمؤشرات السوق Index Funds : قمة الاستراتيجيات الساخنة فى الاستثمار فى صناديق الاستثمار هو شراء صناديق مرجحة بمؤشرات السوق . هذه النوعية من الصناديق هى ببساطة

صندوق استثمارى ذو محفظة مالية مصممة لمتابعة مؤشر سوقى ذى قاعدة عريضة مثل ستاندرد – أند – بور 500 للأوراق المالية أو مؤشر ويل شاير 5000 لحقوق الملكية ، وأشهر هذه الصناديق الأمريكية هو مجموعة فانجارد S&P (تليفون 1511- 635-800) وذلك لتأكيدها على تدنية التكاليف ، وهناك أيضا استثمارات فيديلتى (تليفون 8888- 544-800)، شارلز شواب (تليفون 5623-266-800) .

والمؤشر السوقى ستاندارد –أند – بور 500 كان يسوده شركات الهياكل الاستثمارية الكبيرة capitalization (السعر السوقى للسهم مضروبا فى عدد الأسهم العامة المتداولة) مثل ميكروسوفت ، ديل، جنرال الكتريك . هذا وهناك مؤشرات عالمية للمنتجات ولو أنها أقل عدديا ، فهناك خياران جيدان منها وهما : (1) صندوق استثمار فانجارد توتال انترناشونال ، (2) صندوق استثمار شواب توتال انترناشيونال . ويركز صندوق استثمار شواب على الدول المتقدمة.

وربط الصناديق بالمؤشرات السوقية يمكن أن يكون مناسبا لهؤلاء المستثمرين الذين يشترون سندات للمساعدة فى تلقى صدمات أى هبوط فى أسعار الأسهم بالبورصة . لذا يعتبر صندوق سوق سندات فانجارد توتال ، اختيارا جيدا حيث نسبة نفقاته expense ratio تبلغ 0.02 % ، ومتوسط عائده السنوى 7.1% على مدى الخمس سنوات الأخيرة ومرتبته فى قمة الـ 20% لتلك الصناديق .

المكتسبات للسهم earning per share (EPS) : ومن المحتمل أنها الأكثر إعلاما واعتمادا عليها كإحصاءات مالية. ولأهميتها ، فالمستثمرون عليهم أن يعرفوا كيفية حسابها وفائدتها ومحدوديتها . فالكثير من المستثمرين يعتمدون عليها فى قياس الأداء بدون التحقق من أخطارها الملازمة لها.

ومكتسبات السهم قد سمّيت مؤشر موجز لأنها تعطى معلومات جذرية عن أداء الشركة أو موقفها المالى فى قيمة فردية . ولأن المستثمرين يجدون صعوبة فى قراءة البيانات المالية المنشورة للشركة ، فهم يحاولون الإحاطة بجدواها ، إلا أن الاعتماد الزائد على EPS يمكن أن يكون له العديد من العثرات . فالتفسير قد يكون خاطئا إذا أهملت الحسابات التى تشتقها EPS من قائمة الدخل للشركة income statement . زد على ذلك فالتحليل لكل عمليات الشركة والظروف المالية يتطلب معلومات أكثر يمكن أن تجمع على عجل بفحص EPS فقط . وتحسب EPS بقسمة كل المكتسبات على عدد الأسهم العادية المتداولة (مصطلح المكتسبات يرادف "صافى الدخل" و "الربح الصافى" فى عرف المحاسبين الذين يحسبون EPS . وتُعرض EPS فى نهاية قائمة الدخل ، فهو الخط الأخير المشهور.

والمصطلح يعنى صافى الدخل أو المكتسبات المتبقية لحملة الأسهم العامة بعد الضرائب وتخصيمات أخرى . فمثلا صافى الدخل يخصم منه التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة.

صافى الدخل – توزيعات ممتازة = صافى الدخل لحملة الأسهم العامة

EPS الأساسى = صافى الدخل لحملة لأسهم العامة \ متوسط عدد الأسهم العامة المتداولة

إلا أن هذه الحسابات البسيطة غير دقيقة عندما يكون لدى الشركات أسهم متحولة، خيارات أسهم، Warrants، أو أدوات استثمارية أخرى . وهذه الأوراق المالية تسمح للمستثمرين بتحويل ما بحوزتهم منها إلى أسهم عامة فى وقت ما مستقبلى . ووجود هذه الأوراق المالية يعنى زيادة كامنة فى عدد الأسهم العامة المتداولة ، بما يعنى انخفاض قيمة EPS عند إجراء العمليات الحسابية. وإذا إمتلكت الشركات هياكل رأسمالية معقدة ، فتقديم مزدوج لـ

EPS يكون متطلبا . ويشير المحاسبون لذلك مثل "EPS أساسى" و" EPS مخفف diluted ".

ولأنه فى القانون الامريكى يُتطلب من الشركات إعلام حملة أسهمها بـ EPS كل ربع سنة وكذلك على أساس سنوى ، فإن المكتسبات المنشورة يمكن أن يكون لها على الأقل وقع فى المدى القصير على سعر السهم، خاصة إذا كانت الأرقام تختلف عن التوقعات . وعلى المستثمرين ألا يضعوا كل ثقلهم على EPS . فالتفاصيل فى قائمة الدخل ، مثل الاتجاهات فى الهامش الإجمالى gross margin قد تكون أكثر أهمية من EPS . هذا بالإضافة إلى أن EPS قد يكشف القليل عن الوضع المالى والتدفقات النقدية للشركة . إنه أحد الجزئيات الكثيرة من المعلومات المعروضة فى القوائم المالية التى تؤثر فى قيمة الأوراق المالية وقياسات أداء الإدارة، وهو أكثر قيمة كمؤشر لتقييم أداء شركة على المدى الزمنى .

نسبة السعر للمكتسبات (P/E) Price -Earning Ratio : هل السهم مغر؟ هل السوق ككل متدنى فى قيمته أو مغالى فيه؟ فواحد من أكثر الأدوات استخداما لإجراء تقييم للسهم هى نسبة P/E وهى ببساطة القيمة المتداولة للسهم مقسومة على مكتسبات سهم الشركة على مدى أقرب أربع أرباع السنة (نسبة P/E = سعر السوق للسهم \ مكتسبات السهم) فالنسبة العالية تبين أن السوق يتوقع مكتسبات نمو إستثنائية ، والعكس بالعكس. وعموما تعبر النسبة العالية عن تفاؤل متصاعد للمستثمرين bullish بخصوص مرتقبات الشركة prospects ، ولو أن النسبة العالية الغير عادية لـ 50 % أو أكثر قد تبين أن الشركة قد تحصلت على قفزة ذات مرة مقابل مكتسباتها مُشوّهة للنسبة. وعلى النسبة العادلة أن تتمشى مع معدل نمو المكتسبات. والنسبة التى تكون نصف معدل نمو المكتسبات يُنظر إليها بإيجابية جدا ، بينما النسبة التى تكون ضعف معدل النمو غالبا ما تكون مرتقبا غير جاذب . فإذا كان المستثمر

تعتمد على أهدافك الاستثمارية ، عامل مخاطرتك ، وعمرك . وفيما يلى القواعد لهذه العوامل الثلاثة :

1- كمستثمر فى مقتبل العمر له أهداف ذات مدى بعيد ، ولا يعتمد على عائد استثماراته فى الصندوق فى تغطية نفقته المعيشية ، يستحسن أن يحذو " نموا مقداما " aggressive growth أو زيادة القيمة الرأسمالية للصندوق الاستثمارى capital appreciation والذي غالبا لا يصرف توزيعات نقدية dividends (أرباح محتجزة) وتظهر السجلات نموا مضطردا فى مبيعات الشركات ، ولكن عنده الاحتمالات لزيادة قيمة أوراقه (مكاسب رأسمالية capital gain) على المدى الزمنى .

2- كمستثمر متوسط العمر ذى مسئوليات عائلية ، فيوصى بأن يحذو "نموا ودخلا " لصندوق استثماري غالبا ما يسمى Equity Fund ذى عائد دورى ، والذى يجمع ما بين مكاسب رأسمالية مع توزيعات نقدية جارية من الدخل current dividend income .

3- كمستثمر متقدم في العمر ، والذى يحتاج إلى الكثير من التوزيعات النقدية الدخليه للإعاشة منها فيوصى بأن يأخذ فى الاعتبار صندوقا للإعاشة منه. مثل صندوق استثمارى من أذون الخزانة والسندات والأوراق المالية لشركات المنافع العامة Utility وهى منشآت كبيرة ومستقرة .blue chip

وهذان النوعان الأخيران من الاستثمارات بهما من الاحتمالات للبقاء خطوة متقدمة عن معدل التضخم. ويجب على المستثمرين من مختلف الأعمار البدء فى التخطيط لمكونات متنوعة فى صندوق الاستثمار . ويقترح المختصون في هذا المجال أن يكون ثلث الاستثمار فى أرصدة أسهم stock funds ، وثلث فى أرصدة من السندات bond funds والثلث الأخير فى

المساويات النقدية cash equivalent مثل الودائع الاستثمارية أو إصدارات الخزانة.

ويمكن أن تتغير هذه النسب بصفة دورية حيث لا يوضع كل البيض في سلة واحدة ، كما أن محفظتك المالية متقدمة فى معدلات عائداتها عن معدل التضخم . وعلى المستثمر أن يتأكد خلال العام الأول أو العامين من الاستثمار أن القائمين على صناديق الاستثمار يرسلون إليه بإنتظام" بيانات بمعلومات إضافية " والتي تتضمن قائمة من كل الأسهم والسندات والمساويات النقدية في صندوقه الاستثماري . بعض الصناديق تقوم بذلك النشاط سنويا ، والبعض الآخر ربع سنوى . وبالرجوع إلى إصدارات سابقة لذلك ، يمكنك الحكم على ما قام به المسئولون عن هذا الصندوق من شراء وبيع لهذه الإصدارات.

الأســهم Stock :

تعتبر الأسهم العادية مراكزا لتمويل الشركات ، وهى بؤرة أحلام الثروة لأي مستثمر ، وتحفها المخاطر . ولكن الثروات الصغيرة لم تكن لتتراكم بدون بعض المخاطر التى مهما يكن من أمرها فإنه يمكن تدنيتها. ولكثر أهمية فى هذا الموضوع أن هذا النوع من الاستثمارات هو أحسن وسيلة للحفاظ على السباق مع التضخم . وعلى مر الزمن ، فقد كان العائد لهذا النوع من الاستثمار لا يقل عن 10 % سنويا مقابل نصف ذلك للسندات واصدارات الخزانة . وبمعنى أدق فهذه الأسهم العادية تمثل ملكية جزئية فى الشركة ، ومن الناحية العملية فهى فرصة للمشاركة فى أى توزيعات نقدية معلنة ، أو أرباح ، فهى من تراكمات رأسمالية فى حالة بيع تلك الأسهم . ولا توجد منظومة تعطيك حصانة ضد الخسارة عند الاستثمار فى الأسهم حتى ولو كنت محترفا فى عقد الصفقات.

ولما كان ذلك هو مغامرتك الأولى ، فاشتر اسهما لشركات ذات نوعية جيدة ، وليكن هدفك أسهم النمو growth stock فى سنوات شبابك ، وانتقل إلى كثير من الأسهم التي تصرف توزيعاتها النقدية كلما تقدم بك العمر . والقاعدة الرئيسية لغالبية المستثمرين هو الشراء لآجال طويلة . تعلم تجاهل التغيرات في صعود ونزول الأسعار ، فبمضى الوقت ستزداد قيمة تلك الأسهم الجيدة بدرجة جوهرية عن ثمن شرائها . ولا تقع فى أسر شباك الحب للأسهم التى تختارها ، ولكن احتفظ بها لأجل طويل ليس أقل من خمس سنوات. وبافتراض انك مستثمر طويل الأجل ، فلا تقلق حول التغيرات فى الاقتصاد حتى أن أسعار الأسهم الجيدة سيصيبها إحباط بعض الشىء فى ظل الركود الاقتصادى الحثيث. ولكن هذه الأسهم الجيدة ستكون بين الأوائل فى استعادة قوتها عند استرداد الاقتصاد لحيويته.

وبالنسبة **للمستثمر الصغير** ، فالآن هو الوقت المثالى لشراء أسهم التقنية الحيوية biotechnology والتى غالبيتها لا تصرف أية أرباح ، ولكن من المحتمل جدا أن تكون غدا الشركات الرابحة . وأدخل فى اعتبارك أيضا شركات برامج الحاسب الآلى التطبيقية software ، والذكاء الصناعى . وهذه الأسهم لها المكاسب العظمى عند انتعاش الاقتصاد محليا وعالميا ، واشتر هذه الأسهم عندما تكون أسعارها فى هبوط.

أما **المستثمرين متوسطو العمر** ، فينصح بتركيزهم على أسهم الشركات ذات سجل المدفوعات من التوزيعات النقدية الجيدة وهذه الشركات لا تمدك فقط بعائدات الدخل اللازمة ، وإنما لها أيضا احتمالات فوق المتوسط لتحقيق مكاسب رأسمالية .

أما **المستثمرون المتقدمون فى السن** old investors الذين يحتاجون إلى دخول incomes ، فينصح لهم بشراء أسهم شركات الهاتف والمنافع العامة(فى الاقتصاديات الرأسمالية)وذلك لتحقيق دخل من الأسهم ذات

التوزيعات النقدية واحتمالات مكاسبها الرأسمالية. وعند شراء المنافع العامة ، قارن بين أسعارها وحجم التوزيعات النقدية المدفوعة ، ولكن خذ أيضا فكرة عن مصادر الطاقة (البترول ، الفحم ، الطاقة النووية ، الطاقة الهيدروليكية من مساقط المياه) والقوانين السائدة الخاصة بتنظيم الاحتكار .

وعلى **المستثمرين الجدد** الذين يريدون دخول بورصة الأسهم بأمان نسبى ، التركيز على الشركات التى لها على الأقل 10 سنوات من الزيادة فى المبيعات ومكاسبها من التشغيل ، والتوزيعات النقدية المنصرفة ، والنسبة بين الدين طويل الأجل إلى قيمة الأسهم المتداولة outstanding . فارتفاع عبء الدين يجبر الشركات على استخدام التوزيعات النقدية فى سداد الفائدة بدلا من أن تنتقل هذه الزيادة لصالح حملة الأسهم.

والمعاير التقليدى لقيمة شركة هى نسبة السعر إلى عائد لسهم (السعر مقسوما على التوزيعات النقدية للسهم خلال 12 شهر ، P/ E) . والنسبة فوق العشرين معناها أن قيمة السهم مكلفة جدا ، بينما النسبة تحت عشرة تجعل للسهم جذبا سحريا ، ويسمى هذا المعيار مضاعف سعر السهم.

وعندما تستقر على محفظة مالية من أسهم ذات نوعية ممتازة ، فيمكنك البدء فى الاستثمار بكميات قليلة من المال على فترات منتظمة مع مزيد من أسهم المضاربة أو في الصناعات الاقل احتلالا للصدارة. ولا يستوجب الأمر عليك أن تكون كل استثماراتك من الأسهم العامة المطروحة للشركات ذات الأسماء المعروفة households names والموجودة فى البورصات الكبرى للأوراق المالية.

والأسهم الممتازة هى وسيلة أخرى للحصول على دخل من الأسهم . وتصدر هذه الأسهم بضمان معدل للعائد الذي يجب أن يُصرف قبل أى توزيعات نقدية للأسهم العادية ، جاعلا منهم اختيارا جيدا لشخص يعتمد على

دخل ربع سنوى . والسبب فى أن الشركات تصدر الأسهم الممتازة ، هو أن التوزيعات النقدية الثابتة لها تعتبر تكلفة لإدارة عملياتها وتخصم قبل تقدير الضرائب ، بينما التوزيعات على الأسهم العادية تدفع بعد تقدير الضرائب على صافى الإيرادات.

وتعتبر صناديق الاستثمار المغلقة وسيلة مربحة ومعقولة للاستثمار فى الدول الأجنبية، خاصة بالنسبة إلى صغار المستثمرين المقدامين أو متوسطى السن من المستثمرين الصبورين . وكأى صندوق استثمارى، يتناول مديره كل ما فيه من تعقيدات من شراء وبيع فى البورصات الأجنبية الأقل تنظيما ، وتحويل المكاسب والخسارة خلال عمليات معقدة بالعملة الأجنبية. فصندوق استثمار أمريكى مثل ما يطلق عليه ADR يقدم استثمارات مباشرة فى شركات أجنبية وهذه الصناديق تعطى المستثمر ملكية عدد محدود من الأسهم إلى شركة يتم التعامل فى أسهمها ، ولنقل فى لندن بسعر " بنس " أو فى طوكيو بسعر "ين" ، ولا تصدر شهادة ملكية بالأسهم للمستثمر الامريكى ، لكن تحفظ في بنك مراسل فى الدولة الأم أو فى مدينة نيويورك والذي يحتفظ بإقرارات ملكية لــ ADR ، عليها عنوان المؤسسة بشارع كذا (وليس عنوانا بريديا) ، مشابهة لحسابات شركات الوساطة . والتوزيعات النقدية لــADR عادة ما تعلنها الشركات الأجنبية كل نصف عام ، وتدفع بالدولار الامريكى . وهذه هى أسهل طريقة للمشاركة فى ثروات العمالقة الصناعيين فى أعالى البحار.

وهناك سؤال يثار بخصوص كم تريد أن تستثمر فى الأسهم وغيرها من الأوراق المالية؟ للإجابة على ذلك أنه عندما يتوفر لك حد أدنى من المساويات النقدية " مدخرات ، ودائع استثمارية ، إصدارات خزانة " استثمر بعد ذلك فى أكبر قدر ممكن من الأسهم، وتابع بعد ذلك بتخصيص عائد لشخصك أولا ثم أضف إلى وعائك الاستثمارى بانتظام.

ومن التساؤلات التى قد تثار ما يلى :

س 1 : ما الفوائد لحملة السهم عندما تعلن الشركة عن تجزئة القيمة الاسمية للسهم بها Split ؟

تقودنا الإجابة إلى القول بأن قيمة الأسهم لدى الشركة تبقى كما هى عند التعامل قبل التجزئة ، وفقط يزيد عدد الأسهم . ولكن يأمل المديرون التنفيذيون المسئولون عن هذه الشركات ، أن الانخفاض الجدير فى سعر السهم سيجعل أسهم الشركة فى البورصة أكثر تداولا بمزيد من المستثمرين ، وخلق حجم تعاملى أكبر يوميا ، وبمضى الوقت سيزيد سعر السهم ، ويمكن للمستثمر بيع الأسهم المجزأة محققا مكاسب رأسمالية ، وما زال فى حوزته الاستثمار الأصلى . وبصفة روتينية تعلن بعض الشركات عن الأسهم المجزأة بدلا من العائدات للأسهم وفقا للنظرية القائلة بأن الأرباح المحتجزة تكون أحسن لو أستخدمت فى خدمة الانتاج والوحدات الانتاجية عما لو وزعت على حملة الأسهم.

س 2 : هل هناك طريقة أخرى لتكوين محفظة أوراق مالية ؟

هناك على الأقل العديد من الشركات التى ستصدر أسهما إضافية لحملة الأسهم بدلا من التوزيعات النقدية للأسهم ، ويسمى ذلك بخطط العائدات المعاد إستثمارها Dividend DRIP OR Re-Investment Plans . وتسمح معظم تلك الخطط بالشراء الاختيارى النقدى بكميات جوهرية للمزيد من الأسهم وغالبا بدون تكلفة أو حتى بخصم صغير من السعر الجارى للسهم. هذه المشتريات قد تجرى بصفة شهرية ، وربع سنوية ، أو سنوية. ولإجراء هذا الاسلوب فإنه يعنى أن على المستثمر أن يكون حاملا للأسهم وموقعا على الطلب الخاص بـ DRIP ، ومن هذه الشركات فى الاقتصاد الامريكى ، ما يلى : Vermont, Exxon , Citicorp, Chemical Bank Corp. Public Service . وللبحث عن الشركات التى تعرض DRIP إفحص

تقارير البورصة التى تصدرها S&P ، ثم اتصل بالشركة التى لك اهتمام بها، أو تحصل على دليل الشركات التى تقدم خطط إعادة الاستثمار . هذا الدليل يعطى بيانات محددة عن التكلفة ، وسعر الخصم ، والكميات المسموح بشرائها بالاختيار النقدى.

س 3 : ما هى المنظومة التى تتجدى بها السوق ، أى ما هو النظام الذى سيحميك من تقلبات السعر ، وبالتالى ضمان حصولك على ربح فى المدى الطويل ؟

هناك من النظم التى تشير على الأقل إلى دروس هامة حول الاستثمار الناجح، ولو أنها ليست خالية تماما من الثغرات . تسمى تلك النظم " متوسط التكلفة الدولارية للاستثمار Dollar Cost Averaging" وتتضمن استثمار نفس الكمية الثابتة من النقود 200 $ أو 500 أو 1000 $ فى نفس الاسهم بدون اعتبار تحركات سعرها ، على فترات منتظمة ، ولنقل كل شهر أو كل ستة أشهر ، على مدى زمنى طويل . وباتباع هذه الخطة يمكنك تحقيق أرباح فى 90 % من الأسهم المعلن عنها فى البورصة خلال زمن يتراوح ما بين 4-5 سنوات فى الحقبة الأخيرة من القرن الماضى.

يعمل هذا النظام فى معظم الأوقات ببساطة لأنك تشترى الكثير من ذات السهم وبكمية ثابتة من النقود حينما يكون السعر منخفضا مقارنا بما سبق عند السعر المرتفع ، وعندما يرتفع السعر ثانية تبيع لتحقق ربحا فى أعداد الأسهم الكثيرة التى حصلت عليها سابقا بسعر منخفض .

لنفترض أنك إشتريت اسهما معينة بقيمة 500$ كانت معروضة للبيع عند سعر 10 $ للسهم ، وبما قيمته 500 $ أخرى بعد ثلاثة أشهر عندما كانت قيمة السهم 9 $ ،500 $ أخرى عندما كانت قيمة السهم 8$ ، وهلم جرا ، بينما هبط سعر السهم إلى 5 $ ثم إرتفع إلى 15$ واستقر عند 10$. فإذا بيعت كل الأسهم وقتئذ فإنك ستكون قادرا على تحقيق ربح حوالى 10%

متجاهلا التوزيعات النقدية وتكلفة العمولات ، بالرغم من الواقع الذى يقول بأنك دفعت فى المتوسط سعرا قدره 10$ وبيعت كل الأسهم عند ذاك السعر . وللتحقق من ذلك أنظر إلى الجدول التالى رقم (3) وسنفترض أنه عند كل مستوى سيقوم المشترى بشراء أى كمية من الأسهم تتقارب مع الـ 500$.

جدول رقم (3)

سعر السهم $ (1)	عدد الأسهم المشتراه (2)	تكلفة الأسهم $ =(2)×(1) (3)	عدد الأسهم المملوكة (4)	التكلفة التراكمية للأسهم (5)	القيمة الكلية للأسهم =(4)×(1) (6)
10	50	500	50	500	500
9	56	504	106	1004	954
8	63	504	169	1508	1352
7	71	497	240	2005	1680
6	83	498	323	2503	1938
5	100	500	423	3003	2115
6	83	498	506	3501	3036
7	71	497	577	3998	4039
8	63	504	640	4502	5120
9	56	504	696	5006	6264
10	50	500	746	5506	7460
11	45	495	791	6006	8710
12	42	504	833	6505	9996
13	38	494	871	6999	11323
14	36	504	907	7503	12698
15	33	495	940	7998	14100
14	36	504	976	8502	13664
13	38	494	1014	8996	13182
12	42	504	1056	9500	12672
11	45	495	1101	9995	12111
10	50	500	1151	10495	11510

ومن هذا الجدول يتضح أنك أنفقت 1.495 $ وأن ما بحوزتك قيمته 11.510 $ محققا كسبا مقداره 1.015 دولار أى تقريبا 10 %. ويمكنك الحصول على نفس الناتج إذا ارتفع سعر السهم أولا من 10$ إلى 15 $ ثم إنخفض إلى 5 $ ثم ارتفع ليصل إلى السعر الأول وقدره 10 $ كما فى الجدول التالى رقم (4).

جدول رقم (4)

سعر السهم $	عدد الأسهم المشتراه	تكلفة الأسهم $	عدد الأسهم المملوكة	التكلفة التراكمية للأسهم $	القيمة الكلية للأسهم $
10	50	500	50	500	500
11	45	495	95	995	1045
12	42	504	137	1499	1644
13	38	494	175	1993	2275
14	36	504	211	2497	2954
15	33	495	244	2992	3660
14	36	504	280	3496	3920
13	38	494	318	3990	4134
12	42	504	360	4494	4320
11	45	495	405	4989	4455
10	50	500	455	5489	4550
9	56	504	511	5993	4599
8	63	504	574	6497	4592
7	71	497	645	6994	4515
6	83	498	728	7492	4368
5	100	500	828	7992	4140
6	83	498	911	8490	5466
7	71	497	982	8987	6874
8	63	504	1045	9491	8360
9	56	504	1101	9995	9909
10	50	500	1151	10495	11510

وبالمقارنة بين الجدولين ، يتضح أن هناك فرقا جوهريا بينهما . لاحظ أنك تكون فى وضع حسن جدا طوال هبوط السعر أولا ثم رجوعه إلى ما كان عليه. ففى الجدول الأول وبعد هبوط السعر إلى 5 $ وارتداده إلى ما كان عليه 10$ ، كان بامكانك بيع كل أسهمك محققا ربحا قدره 1.954 $ أى ما يوازى 35 % من استثماراتك.

فإذا انخفضت أسعار الأسهم المشتراة ، وكان عندك الثقة فى استعادة السعر لمركزه الأول كما هو الحال فى سوق الأسهم ، فإنك ستجنى الثمار لو داومت على الشراء كلما انخفضت قيمة الأسهم ، وهذا ما يسمى متوسط الهبوط AVERAGING DOWN ، وهو مفهوم يأخذه المستثمر فى الاعتبار حيث يقلقه انخفاض الأسعار لبعض الاسهم فى حوزته . تلك الأمثلة تبين عمليا صحة هذا المفهوم .

ولكن النقطة الأساسية لنجاح عملية تحدى السوق ، هو أن يكون معك المال نقدا والشجاعة أيضا للشراء بنفس القيمة النقدية عند الفترات الزمنية الثابتة والتى قدرتها بنفسك ، ولتكن كل شهر أو 3 أشهر أو سنة.

ولكن عندما يتغير الحظ ويأخذ سوق الأسهم اتجاها تنازليا ، فإن الحساب المصرفى للرجل العادى من المحتمل تناقصه أيضا ، وبالتالى لا يمكنه الشراء فى الوقت المناسب ، فبدلا من الشراء نجده يبيع محققا خسارة ، بمعنى أن حصيلة البيع ستقل عن تكلفة شراء الأسهم التى فى حوزته ، وبهذا السلوك فإن هذا النظام لن يعطيه حماية من تقلبات السوق . وفى معظم الأحوال ، فهذا النظام ينجح فى السوق الصاعد الممتد long pull حيث أن الاتجاه العام فى المدى الطويل لسوق الأسهم هو اتجاه تصاعدى.

* *

الملحق (ب)

التوقيت الصحيح لعمليات البيع والشراء للأوراق المالية

هناك ثلاث أنواع من الوسائل لمساعدة المستثمر فى تحديد اتجاه السوق:

أ - **الأدوات الفنيـــة :** وتتركز على الظروف والعوامل التى تؤثر فى مناخ السوق المالى . وأصحاب هذا الرأى يرون أن تحرك السوق يعكس كل ما يحتاجه المستثمر من المعلومات والحقائق . لذا فإن نشرات إقفال الاسعار وحجم التداول من أهم المتغيرات التى تؤثر على قرارات المستثمرين ، وأن وضع هذه البيانات فى صورة بيانية من شأنه توضيح الاتجاه العام للأسعار ككل أو لأى سهم محط النظر. ويلتف أنصار **هذا الاتجاه** حول الآتى (1) أن قيمة السوق تتحدد عن طريق تفاعل قوى العرض مع قوى الطلب ، (2) هذه القوى تتفاوت ما بين عوامل عقلانية وآراء وتخمينات المستثمرين كل حسب ظروفه ، (3) أن تغير قوى العرض والطلب فى المدى الطويل تعدل نفسها بنفسها بتأثير العوامل ذاتها ، (4) أن التاريخ يعيد نفسه ، حيث أن الأسعار الماضية للسهم لها تأثيرها على السلوك المستقبلى للسعر . وأن أبسط مدخل فى هذا الاتجاه هو مسايرة اتجاه السوق ، أى الشراء عندما يضارب المستثمرون على الصعود وتتجه الأسعار إلى الارتفاع . وهناك **مدخل آخر** وهو التنبؤ . فلو أمكن للمستثمر التنبؤ باتجاه السوق فإنه يتمكن من تحقيق أقصى المزايا . فإذا على سبيل المثال تنبأ بأن السوق يتجه نحو الارتفاع وسارع بالشراء حتى وصلت الأسعار إلى القمة ، وتنبأ بعد ذلك بتوجه السوق إلى الانخفاض مع قيامه بالبيع فى قمة الصعود وقبل أن يصح ما تنبأ به ، فإنه بذلك يمكنه تحقيق أقصى أرباح.

ومن أكثر الأدوات استخداما للتنبؤ بالأسعار فى السوق المالى الامريكى هو نظرية الداو Dow theory . وتتلخص تلك النظرية فى أن المستوى العام لأسعار الاسهم يرتفع أو ينخفض على شكل موجات، وتستمر فى اتجاه معين حتى يظهر ما يشير إلى احتمال التغير . ففى السوق الصاعد ، يمكن التنبؤ بتغير الاتجاه عندما تفشل الموجة الصاعدة فى الارتفاع أكثر من الموجة السابقة ، وأيضا عندما يصبح القاع أقل انخفاضا من القاع السابق له .

أما السوق الهابطة ، فإن الذى يشير إلى تغير الاتجاه من نزولى إلى صعودى هو عندما ترتفع الموجة أكثر من ارتفاع سابقتها ، وعندما لا ينخفض القاع إلى مستوى القاع السابق له . ومن الانتقادات لهذه النظرية أن التغير فى الاتجاه كثيرا ما يأتى متأخرا ، مما يفوت الفرصة على المستثمر أو ما يحمله من خسائر.

ب- الشراء المنتظم : وهو يفيد المستثمر الذى يود دائما تجنب شراء الأسهم العادية عندما يكون سعرها مرتفعا للغاية مع الرغبة فى الاستفادة من التقلبات المتوقعة عند السعر السوقى. ويدعو هذا النوع من الوسائل المساعدة إلى الشراء المنتظم للأوراق المالية بكميات متساوية من المال بغض النظر عن سعر الورقة .ففى الفترة الزمنية الطويلة ومع ارتفاع وانخفاض السعر السوقى، فإن متوسط تكلفة كل الأسهم المشتراه يكون أقل من متوسط السعر الذى اشتريت به . وبإستخدام هذه الطريقة فى الاستثمار ، فإن السوق الهابط هو أفضل للمستثمر من السوق الصاعد ، حيث يتمكن من إمتلاك عدد أكبر من الأسهم وبالمبالغ المستثمرة نفسها . ويتطلب هذا النوع من الوسائل المساعدة اختيار الأسهم المشتراه بعناية ، وأن يكون المستثمر على استعداد لتعديل محفظته لأن الأوراق الناجحة والقوية حالياً قد يظهر فقرها وضعفها بعد مضى عدد من السنين .

ج- **توقيت التعامل طبقاً لخطة :**

ويحتضن هذه الوسيلة ، المستثمرون الذى جمعوا فعلاً بعض الثروات، ويرغبون فى المحافظة عليها وتنميتها مع الوقت ، ويودون تجنب الأحكام التقديرية المتعلقة بحالة و اتجاه السوق . وطريقة التوقيت طبقاً لخطة معينة ، تعمل على إحلال طريقة أتوماتيكية محل القرارات العاطفية الخاطئة بتحديد أفضل الأوقات للبيع أو الشراء.

ورغم اختلاف هذا العدد من الخطط ، إلا أنها تشترك جميعاً فى تقسيم المبلغ المستثمر إلى جزءين ، هما : (1) مال هجومى aggressive fund ويستثمر فى الأوراق المالية المتقلبة القيمة بتقلبات السوق نفسها، (2) مال دفاعى defensive fund ويستثمر فى شراء الأوراق المالية التى لاتتقلب قيمتها كثيراً ، وتقلبها بنسبة أقل من نسبة تقلبات السوق (وهى السندات الحكومية أو الودائع لدى البنوك) . ويقوم المستثمر بتحديد هذه النسبة بين الجزءين طبقاً لحاجاته وظروفه الخاصة . إلا أنه من الأهميه ثبات هذه النسبة بعد تحديدها. وعندما يتقلب السوق ارتفاعاً وانخفاضاً بدرجة تكفى لتغيير هذه النسبة بقدر سبق تحديده ، يقوم المستثمر بتحويل بعض الأموال من نوع إلى آخر حتى تعود النسبة بين النوعين إلى ما كانت عليه مسبقا . ففى حالة إتجاه السوق المالى إلى الصعود ، تتجه قيمة الجزء الهجومى للارتفاع بنسبة كبيرة، فى حين سترتفع قيمة الجزء الدفاعى بنسبة بسيطة ، وبالتالى إرجاع النسبة إلى حالة التوازن ، ويكون ذلك عن طريق بيع بعض الأسهم وشراء السندات . ويحدث العكس فى حالة اتجاه السوق نحو الهبوط ، حيث يصفى جزء من المال الدفاعى ، أى بيع السندات وشراء الأسهم لزيادة الجزء الهجومى،ويطلق على هذه الطريقة النسبة الثابتة Constant ratio .

أما طريقة النسبة المتغيرة Variable ratio (أى لا توجد نسبة واحدة ثابتة) فيوجد عدد من النسب المتغيرة . ففى حالة صعود السوق تأخذ

نسبة المال الهجومى (الأسهم) فى الإنخفاض ولكن تأخذ فى الارتفاع عند اتجاه السوق فى الهبوط. والقرارات الخاصة بتغيير النسبة تجرى على أساس أرقام قياسية أو متوسطات أسعار الأوراق المالية التى تنشر فى السوق والتى يتم الاتفاق على اختيارها مقدما . وعندما يصل السوق إلى نقطة معينة من الارتفاع تباع الأسهم تدريجيا، وما يتحصل عليه إما أن يحتفظ به فى صورة ودائع نقدية أو لشراء سندات . ويستمر التعامل على هذا الحال ، فكلما وصل السوق إلى نقطة معينة يقوم المستثمر بعملية التحويل وينتقل إلى نسبة جديدة . ويحدث العكس عند وصول السوق إلى نقطة معينة من الانخفاض ، فتباع السندات أو تستخدم الأموال لشراء الأسهم بالتدريج. هذا الإجراء هو تطبيق لمبدأ استثمارى هام وهو الشراء المنخفض Buy low والبيع المرتفع Sell high .

طرق قياس تحرك سوق الأوراق المالية

إن المؤشر الذى يستخدم للحكم على وضع السوق هو فى أغلب الأحوال حجم التبادل مقاساً بالجنيه ، إضافة إلى اتجاه بعض الأسعار إما إلى أعلى أو إلى أدنى ، ولو أن ذلك يتم بنقاط ضئيلة . وتختلف تلك الإجابة من مستثمر إلى آخر حسب محفظته المالية . ذلك هو الحال فى السوق المصرى . أما بالنسبة للأسواق المتطورة كبورصتى نيويورك ولندن ، فإن هناك مؤشرات عامة للأسعار يتبين من خلالها اتجاه أسعار السوق عن طريق رصد اتجاه أسعار عدد من الأسهم القيادية والتى تعتبر ممثلة لجميع الأسهم المتداولة فى السوق لمختلف الأنشطة الاقتصادية ، من هذه المؤشرات ، مؤشرات دو جونز الثلاثة ، وهى: مؤشر للصناعة وآخر للنقل ، وآخر للمنافع العامة . والانتقاد الموجه إلى هذا المؤشر ، هو أنه لا يمثل مجموع الشركات المتوسطة والصغيرة الحجم ، ومن ثم فهو بعيد عن تمثيل كامل للسوق.

الاتجاهات المتميزة لحركة الأسهم

هناك ثلاث اتجاهات لذلك تشبه اتجاهات حركة الأمواج فى البحر .
الحركة الأساسية وهى طويلة المدة نسبياً ، وقد تستغرق سنة أو أكثر، ويطلق عليها المستثمرون **السوق الصاعد** سوق الثور Bull market ، وتشهد أسعار الأسهم ارتفاعا متواصلاً خلال فترة معينة ، أما أثناء **السوق الهابط** Bear market - فتسمى بسوق الدب.

أما **الحركات الثانوية** ، فتتحرك فى الغالب عكس حركة المد ، وتعمل على إضفاء التصحيحات اللازمة أثناء سوق الثور، وتضيف بعض الانتعاشات إذ تعمل على رفع أسعار الأسهم بعض الشىء.

والنوع الثالث فهى **الحركات اليومية** ، وهى لا تتسم بأية أهمية لو أخذت بذاتها المنفردة ، إلا أن مجموع الحركات اليومية هى التى تسبب الحركات الثانوية.

النزعات الرئيسية فى سوق الأسهم

سوق الثور الذى يتميز بالقرن إلى أعلى ، يتميز بثلاث مراحل :
المرحلة الأولى ، التجمعات : وفى تلك الفترة ينظر إلى أسعار الأسهم على أنها منخفضة ويكون المجتمع الاستثمارى فى حالة استياء من سوق الأسهم بسبب الانخفاض الأخير فى الأسعار. إلا أن الأشخاص الذين يدركون أن أسعار الأسهم منخفضة وأقل من قيمتها الفعلية ، يبدأون فى تجميع الأسهم على أمل أن ترتفع قريباً .
المرحلة الثانية : وتتميز بالتقدم الثابت للأسعار وارتفاع حجم التبادل، وخلال تلك الفترة تصبح النظرة إلى الأنشطة الاقتصادية متفائلة ومشجعة.

المرحلة الثالثة : فهى توارد الأنباء المشجعة عن النشاط الاقتصادى ، وبالتالى تشد الجمهور إلى أسواق الأسهم ، ويصبح الجو ملائما لارتفاعات إضافية لأسعار الأسهم .بحيث تعود إلى قيمها الفعلية .

* *

تعتمد على أهدافك الاستثمارية ، عامل مخاطرتك ، وعمرك . وفيما يلى القواعد لهذه العوامل الثلاثة :

1- كمستثمر فى مقتبل العمر له أهداف ذات مدى بعيد ، ولا يعتمد على عائد استثماراته فى الصندوق فى تغطية نفقته المعيشية ، يستحسن أن يحذو " نموا مقداما " aggressive growth أو زيادة القيمة الرأسمالية للصندوق الاستثمارى capital appreciation والذي غالبا لا يصرف توزيعات نقدية dividends (أرباح محتجزة) وتظهر السجلات نموا مضطردا فى مبيعات الشركات ، ولكن عنده الاحتمالات لزيادة قيمة أوراقه (مكاسب رأسمالية capital gain) على المدى الزمنى .

2- كمستثمر متوسط العمر ذى مسئوليات عائلية ، فيوصى بأن يحذو "نموا ودخلا " لصندوق استثماري غالبا ما يسمى Equity Fund ذى عائد دورى ، والذى يجمع ما بين مكاسب رأسمالية مع توزيعات نقدية جارية من الدخل current dividend income .

3- كمستثمر متقدم في العمر ، والذى يحتاج إلى الكثير من التوزيعات النقدية الدخليه للإعاشة منها فيوصى بأن يأخذ فى الاعتبار صندوقا للإعاشة منه. مثل صندوق استثمارى من أذون الخزانة والسندات والأوراق المالية لشركات المنافع العامة Utility وهى منشآت كبيرة ومستقرة .blue chip

وهذان النوعان الأخيران من الاستثمارات بهما من الاحتمالات للبقاء خطوة متقدمة عن معدل التضخم. ويجب على المستثمرين من مختلف الأعمار البدء فى التخطيط لمكونات متنوعة فى صندوق الاستثمار . ويقترح المختصون في هذا المجال أن يكون ثلث الاستثمار فى أرصدة أسهم stock funds ، وثلث فى أرصدة من السندات bond funds والثلث الأخير فى

المساويات النقدية cash equivalent مثل الودائع الاستثمارية أو إصدارات الخزانة.

ويمكن أن تتغير هذه النسب بصفة دورية حيث لا يوضع كل البيض في سلة واحدة ، كما أن محفظتك المالية متقدمة فى معدلات عائداتها عن معدل التضخم . وعلى المستثمر أن يتأكد خلال العام الأول أو العامين من الاستثمار أن القائمين على صناديق الاستثمار يرسلون إليه بإنتظام" بيانات بمعلومات إضافية " والتي تتضمن قائمة من كل الأسهم والسندات والمساويات النقدية في صندوقه الاستثماري . بعض الصناديق تقوم بذلك النشاط سنويا ، والبعض الآخر ربع سنوى . وبالرجوع إلى إصدارات سابقة لذلك ، يمكنك الحكم على ما قام به المسئولون عن هذا الصندوق من شراء وبيع لهذه الإصدارات.

الأسـهم Stock :

تعتبر الأسهم العادية مراكزا لتمويل الشركات ، وهى بؤرة أحلام الثروة لأي مستثمر ، وتحفها المخاطر . ولكن الثروات الصغيرة لم تكن لتتراكم بدون بعض المخاطر التى مهما يكن من أمرها فإنه يمكن تدنيتها. ولكثر أهمية فى هذا الموضوع أن هذا النوع من الاستثمارات هو أحسن وسيلة للحفاظ على السباق مع التضخم . وعلى مر الزمن ، فقد كان العائد لهذا النوع من الاستثمار لا يقل عن 10 % سنويا مقابل نصف ذلك للسندات واصدارات الخزانة . وبمعنى أدق فهذه الأسهم العادية تمثل ملكية جزئية فى الشركة ، ومن الناحية العملية فهى فرصة للمشاركة فى أى توزيعات نقدية معلنة ، أو أرباح ، فهى من تراكمات رأسمالية فى حالة بيع تلك الأسهم . ولا توجد منظومة تعطيك حصانة ضد الخسارة عند الاستثمار فى الأسهم حتى ولو كنت محترفا فى عقد الصفقات.

ولما كان ذلك هو مغامرتك الأولى ، فاشتر اسهما لشركات ذات نوعية جيدة ، وليكن هدفك أسهم النمو growth stock فى سنوات شبابك ، وانتقل إلى كثير من الأسهم التي تصرف توزيعاتها النقدية كلما تقدم بك العمر . والقاعدة الرئيسية لغالبية المستثمرين هو الشراء لآجال طويلة . تعلم تجاهل التغيرات في صعود ونزول الأسعار ، فبمضى الوقت ستزداد قيمة تلك الأسهم الجيدة بدرجة جوهرية عن ثمن شرائها . ولا تقع فى أسر شباك الحب للأسهم التى تختارها ، ولكن احتفظ بها لأجل طويل ليس أقل من خمس سنوات. وبافتراض انك مستثمر طويل الأجل ، فلا تقلق حول التغيرات فى الاقتصاد حتى أن أسعار الأسهم الجيدة سيصيبها إحباط بعض الشيء فى ظل الركود الاقتصادى الحثيث. ولكن هذه الأسهم الجيدة ستكون بين الأوائل فى استعادة قوتها عند استرداد الاقتصاد لحيويته.

وبالنسبة **للمستثمر الصغير** ، فالآن هو الوقت المثالى لشراء أسهم التقنية الحيوية biotechnology والتى غالبيتها لا تصرف أية أرباح ، ولكن من المحتمل جدا أن تكون غدا الشركات الرابحة . وأدخل فى اعتبارك أيضا شركات برامج الحاسب الآلى التطبيقية software ، والذكاء الصناعى . وهذه الأسهم لها المكاسب العظمى عند انتعاش الاقتصاد محليا وعالميا ، واشتر هذه الأسهم عندما تكون أسعارها فى هبوط.

أما **المستثمرون متوسطو العمر** ، فينصح بتركيزهم على أسهم الشركات ذات سجل المدفوعات من التوزيعات النقدية الجيدة وهذه الشركات لا تمدك فقط بعائدات الدخل اللازمة ، وإنما لها أيضا احتمالات فوق المتوسط لتحقيق مكاسب رأسمالية .

أما **المستثمرون المتقدمون فى السن** old investors الذين يحتاجون إلى دخول incomes ، فينصح لهم بشراء أسهم شركات الهاتف والمنافع العامة(فى الاقتصاديات الرأسمالية)وذلك لتحقيق دخل من الأسهم ذات

التوزيعات النقدية واحتمالات مكاسبها الرأسمالية. وعند شراء المنافع العامة ، قارن بين أسعارها وحجم التوزيعات النقدية المدفوعة ، ولكن خذ أيضا فكرة عن مصادر الطاقة (البترول ، الفحم ، الطاقة النووية ، الطاقة الهيدروليكية من مساقط المياه) والقوانين السائدة الخاصة بتنظيم الاحتكار .

وعلى **المستثمرين الجدد** الذين يريدون دخول بورصة الأسهم بأمان نسبى ، التركيز على الشركات التى لها على الأقل 10 سنوات من الزيادة فى المبيعات ومكاسبها من التشغيل ، والتوزيعات النقدية المنصرفة ، والنسبة بين الدين طويل الأجل إلى قيمة الأسهم المتداولة outstanding . فارتفاع عبء الدين يجبر الشركات على استخدام التوزيعات النقدية فى سداد الفائدة بدلا من أن تنتقل هذه الزيادة لصالح حملة الأسهم.

والمعاير التقليدى لقيمة شركة هى نسبة السعر إلى عائد لسهم (السعر مقسوما على التوزيعات النقدية للسهم خلال 12 شهر ، P/ E) . والنسبة فوق العشرين معناها أن قيمة السهم مكلفة جدا ، بينما النسبة تحت عشرة تجعل للسهم جذبا سحريا ، ويسمى هذا المعيار مضاعف سعر السهم.

وعندما تستقر على محفظة مالية من أسهم ذات نوعية ممتازة ، فيمكنك البدء فى الاستثمار بكميات قليلة من المال على فترات منتظمة مع مزيد من أسهم المضاربة أو في الصناعات الاقل احتلالا للصدارة. ولا يستوجب الأمر عليك أن تكون كل استثماراتك من الأسهم العامة المطروحة للشركات ذات الأسماء المعروفة households names والموجودة فى البورصات الكبرى للأوراق المالية.

والأسهم الممتازة هى وسيلة أخرى للحصول على دخل من الأسهم . وتصدر هذه الأسهم بضمان معدل للعائد الذي يجب أن يُصرف قبل أى توزيعات نقدية للأسهم العادية ، جاعلا منهم اختيارا جيدا لشخص يعتمد على

دخل ربع سنوى . والسبب فى أن الشركات تصدر الأسهم الممتازة ، هو أن التوزيعات النقدية الثابتة لها تعتبر تكلفة لإدارة عملياتها وتخصم قبل تقدير الضرائب ، بينما التوزيعات على الأسهم العادية تدفع بعد تقدير الضرائب على صافى الإيرادات.

وتعتبر صناديق الاستثمار المغلقة وسيلة مربحة ومعقولة للاستثمار فى الدول الأجنبية، خاصة بالنسبة إلى صغار المستثمرين المقدامين أو متوسطى السن من المستثمرين الصبورين . وكأى صندوق استثمارى، يتناول مديره كل ما فيه من تعقيدات من شراء وبيع فى البورصات الأجنبية الأقل تنظيما ، وتحويل المكاسب والخسارة خلال عمليات معقدة بالعملة الأجنبية. فصندوق استثمار أمريكى مثل ما يطلق عليه ADR يقدم استثمارات مباشرة فى شركات أجنبية وهذه الصناديق تعطى المستثمر ملكية عدد محدود من الأسهم إلى شركة يتم التعامل فى أسهمها ، ولنقل فى لندن بسعر " بنس " أو فى طوكيو بسعر "ين" ، ولا تصدر شهادة ملكية بالأسهم للمستثمر الامريكى ، لكن تحفظ في بنك مراسل فى الدولة الأم أو فى مدينة نيويورك والذي يحتفظ بإقرارات ملكية لـ ADR ، عليها عنوان المؤسسة بشارع كذا (وليس عنوانا بريديا) ، مشابهة لحسابات شركات الوساطة . والتوزيعات النقدية لـADR عادة ما تعلنها الشركات الأجنبية كل نصف عام ، وتدفع بالدولار الامريكى . وهذه هى أسهل طريقة للمشاركة فى ثروات العمالقة الصناعيين فى أعالى البحار.

وهناك سؤال يثار بخصوص كم تريد أن تستثمر فى الأسهم وغيرها من الأوراق المالية؟ للإجابة على ذلك أنه عندما يتوفر لك حد أدنى من المساويات النقدية " مدخرات ، ودائع استثمارية ، إصدارات خزانة " استثمر بعد ذلك فى أكبر قدر ممكن من الأسهم، وتابع بعد ذلك بتخصيص عائد لشخصك أولا ثم أضف إلى وعائك الاستثمارى بانتظام.

ومن التساؤلات التى قد تثار ما يلى :

س 1 : ما الفوائد لحملة السهم عندما تعلن الشركة عن تجزئة القيمة الاسمية للسهم بها Split ؟

تقودنا الإجابة إلى القول بأن قيمة الأسهم لدى الشركة تبقى كما هى عند التعامل قبل التجزئة ، وفقط يزيد عدد الأسهم . ولكن يأمل المديرون التنفيذيون المسئولون عن هذه الشركات ، أن الانخفاض الجدير فى سعر السهم سيجعل أسهم الشركة فى البورصة أكثر تداولا بمزيد من المستثمرين ، وخلق حجم تعاملى أكبر يوميا ، وبمضى الوقت سيزيد سعر السهم ، ويمكن للمستثمر بيع الأسهم المجزأة محققا مكاسب رأسمالية ، وما زال فى حوزته الاستثمار الأصلى . وبصفة روتينية تعلن بعض الشركات عن الأسهم المجزأة بدلا من العائدات للأسهم وفقا للنظرية القائلة بأن الأرباح المحتجزة تكون أحسن لو أستخدمت فى خدمة الانتاج والوحدات الانتاجية عما لو وزعت على حملة الأسهم.

س 2 : هل هناك طريقة أخرى لتكوين محفظة أوراق مالية ؟

هناك على الأقل العديد من الشركات التى ستصدر أسهما إضافية لحملة الأسهم بدلا من التوزيعات النقدية للأسهم ، ويسمى ذلك بخطط العائدات المعاد إستثمارها Dividend DRIP OR Re-Investment Plans . وتسمح معظم تلك الخطط بالشراء الاختيارى النقدى بكميات جوهرية للمزيد من الأسهم وغالبا بدون تكلفة أو حتى بخصم صغير من السعر الجارى للسهم. هذه المشتريات قد تجرى بصفة شهرية ، وربع سنوية ، أو سنوية. ولإجراء هذا الاسلوب فإنه يعنى أن على المستثمر أن يكون حاملا للأسهم وموقعا على الطلب الخاص بـ DRIP ، ومن هذه الشركات فى الاقتصاد الامريكى ، ما يلى : Vermont, Exxon , Citicorp, Chemical Bank Corp. Public Service . وللبحث عن الشركات التى تعرض DRIP إفحص

تقارير البورصة التى تصدرها S&P ، ثم اتصل بالشركة التى لك اهتمام بها، أو تحصل على دليل الشركات التى تقدم خطط إعادة الاستثمار . هذا الدليل يعطى بيانات محددة عن التكلفة ، وسعر الخصم ، والكميات المسموح بشرائها بالاختيار النقدى.

س 3 : ما هى المنظومة التى تتجدى بها السوق ، أى ما هو النظام الذى سيحميك من تقلبات السعر ، وبالتالى ضمان حصولك على ربح فى المدى الطويل ؟

هناك من النظم التى تشير على الأقل إلى دروس هامة حول الاستثمار الناجح، ولو أنها ليست خالية تماما من الثغرات . تسمى تلك النظم " متوسط التكلفة الدولارية للاستثمار Dollar Cost Averaging" وتتضمن استثمار نفس الكمية الثابتة من النقود 200 $ أو 500 أو 1000 $ فى نفس الاسهم بدون اعتبار تحركات سعرها ، على فترات منتظمة ، ولنقل كل شهر أو كل ستة أشهر ، على مدى زمنى طويل . وباتباع هذه الخطة يمكنك تحقيق أرباح فى 90 % من الأسهم المعلن عنها فى البورصة خلال زمن يتراوح ما بين 4-5 سنوات فى الحقبة الأخيرة من القرن الماضى.

يعمل هذا النظام فى معظم الأوقات ببساطة لأنك تشترى الكثير من ذات السهم وبكمية ثابتة من النقود حينما يكون السعر منخفضا مقارنا بما سبق عند السعر المرتفع ، وعندما يرتفع السعر ثانية تبيع لتحقق ربحا فى أعداد الأسهم الكثيرة التى حصلت عليها سابقا بسعر منخفض .

لنفترض أنك إشتريت اسهما معينة بقيمة 500$ كانت معروضة للبيع عند سعر 10 $ للسهم ، وبما قيمته 500 $ أخرى بعد ثلاثة أشهر عندما كانت قيمة السهم 9 $ ،500 $ أخرى عندما كانت قيمة السهم 8$ ، وهلم جرا ، بينما هبط سعر السهم إلى 5 $ ثم إرتفع إلى 15$ واستقر عند 10$. فإذا بيعت كل الأسهم وقتئذ فإنك ستكون قادرا على تحقيق ربح حوالى 10%

متجاهلا التوزيعات النقدية وتكلفة العمولات ، بالرغم من الواقع الذى يقول بأنك دفعت فى المتوسط سعرا قدره 10$ وبيعت كل الأسهم عند ذاك السعر . وللتحقق من ذلك أنظر إلى الجدول التالى رقم (3) وسنفترض أنه عند كل مستوى سيقوم المشترى بشراء أى كمية من الأسهم تتقارب مع الـ 500$.

جدول رقم (3)

سعر السهم $ (1)	عدد الأسهم المشتراه (2)	تكلفة الأسهم $ =(2)×(1) (3)	عدد الأسهم المملوكة (4)	التكلفة التراكمية للأسهم (5)	القيمة الكلية للأسهم =(4)×(1) (6)
10	50	500	50	500	500
9	56	504	106	1004	954
8	63	504	169	1508	1352
7	71	497	240	2005	1680
6	83	498	323	2503	1938
5	100	500	423	3003	2115
6	83	498	506	3501	3036
7	71	497	577	3998	4039
8	63	504	640	4502	5120
9	56	504	696	5006	6264
10	50	500	746	5506	7460
11	45	495	791	6006	8710
12	42	504	833	6505	9996
13	38	494	871	6999	11323
14	36	504	907	7503	12698
15	33	495	940	7998	14100
14	36	504	976	8502	13664
13	38	494	1014	8996	13182
12	42	504	1056	9500	12672
11	45	495	1101	9995	12111
10	50	500	1151	10495	11510

ومن هذا الجدول يتضح أنك أنفقت 1.495 $ وأن ما بحوزتك قيمته 11.510 $ محققا كسبا مقداره 1.015 دولار أى تقريبا 10 %. ويمكنك الحصول على نفس الناتج إذا ارتفع سعر السهم أولا من 10$ إلى 15 $ ثم إنخفض إلى 5 $ ثم ارتفع ليصل إلى السعر الأول وقدره 10 $ كما فى الجدول التالى رقم (4).

جدول رقم (4)

سعر السهم $	عدد الأسهم المشتراه	تكلفة الأسهم $	عدد الأسهم المملوكة	التكلفة التراكمية للأسهم $	القيمة الكلية للأسهم $
10	50	500	50	500	500
11	45	495	95	995	1045
12	42	504	137	1499	1644
13	38	494	175	1993	2275
14	36	504	211	2497	2954
15	33	495	244	2992	3660
14	36	504	280	3496	3920
13	38	494	318	3990	4134
12	42	504	360	4494	4320
11	45	495	405	4989	4455
10	50	500	455	5489	4550
9	56	504	511	5993	4599
8	63	504	574	6497	4592
7	71	497	645	6994	4515
6	83	498	728	7492	4368
5	100	500	828	7992	4140
6	83	498	911	8490	5466
7	71	497	982	8987	6874
8	63	504	1045	9491	8360
9	56	504	1101	9995	9909
10	50	500	1151	10495	11510

وبالمقارنة بين الجدولين ، يتضح أن هناك فرقا جوهريا بينهما . لاحظ أنك تكون فى وضع حسن جدا طوال هبوط السعر أولا ثم رجوعه إلى ما كان عليه. ففى الجدول الأول وبعد هبوط السعر إلى 5 $ وارتداده إلى ما كان عليه 10$ ، كان بامكانك بيع كل أسهمك محققا ربحا قدره 1.954 $ أى ما يوازى 35 % من استثماراتك.

فإذا انخفضت أسعار الأسهم المشتراة ، وكان عندك الثقة فى استعادة السعر لمركزه الأول كما هو الحال فى سوق الأسهم ، فإنك ستجنى الثمار لو داومت على الشراء كلما انخفضت قيمة الأسهم ، وهذا ما يسمى متوسط الهبوط AVERAGING DOWN ، وهو مفهوم يأخذه المستثمر فى الاعتبار حيث يقلقه انخفاض الأسعار لبعض الاسهم فى حوزته . تلك الأمثلة تبين عمليا صحة هذا المفهوم .

ولكن النقطة الأساسية لنجاح عملية تحدى السوق ، هو أن يكون معك المال نقدا والشجاعة أيضا للشراء بنفس القيمة النقدية عند الفترات الزمنية الثابتة والتى قدرتها بنفسك ، ولتكن كل شهر أو 3 أشهر أو سنة.

ولكن عندما يتغير الحظ ويأخذ سوق الأسهم اتجاها تنازليا ، فإن الحساب المصرفى للرجل العادى من المحتمل تناقصه أيضا ، وبالتالى لا يمكنه الشراء فى الوقت المناسب ، فبدلا من الشراء نجده يبيع محققا خسارة ، بمعنى أن حصيلة البيع ستقل عن تكلفة شراء الأسهم التى فى حوزته ، وبهذا السلوك فإن هذا النظام لن يعطيه حماية من تقلبات السوق . وفى معظم الأحوال ، فهذا النظام ينجح فى السوق الصاعد الممتد long pull حيث أن الاتجاه العام فى المدى الطويل لسوق الأسهم هو اتجاه تصاعدى.

* *

الملحق (ب)

التوقيت الصحيح لعمليات البيع والشراء للأوراق المالية

هناك ثلاث أنواع من الوسائل لمساعدة المستثمر فى تحديد اتجاه السوق:

أ - **الأدوات الفنيـــة :** وتتركز على الظروف والعوامل التى تؤثر فى مناخ السوق المالى . وأصحاب هذا الرأى يرون أن تحرك السوق يعكس كل ما يحتاجه المستثمر من المعلومات والحقائق . لذا فإن نشرات إقفال الاسعار وحجم التداول من أهم المتغيرات التى تؤثر على قرارات المستثمرين ، وأن وضع هذه البيانات فى صورة بيانية من شأنه توضيح الاتجاه العام للأسعار ككل أو لأى سهم محط النظر. ويلتف أنصار **هذا الاتجاه** حول الآتى (1) أن قيمة السوق تتحدد عن طريق تفاعل قوى العرض مع قوى الطلب ، (2) هذه القوى تتفاوت ما بين عوامل عقلانية وآراء وتخمينات المستثمرين كل حسب ظروفه ، (3) أن تغير قوى العرض والطلب فى المدى الطويل تعدل نفسها بنفسها بتأثير العوامل ذاتها ، (4) أن التاريخ يعيد نفسه ، حيث أن الأسعار الماضية للسهم لها تأثيرها على السلوك المستقبلى للسعر . وأن أبسط مدخل فى هذا الاتجاه هو مسايرة اتجاه السوق ، أى الشراء عندما يضارب المستثمرون على الصعود وتتجه الأسعار إلى الارتفاع . وهناك **مدخل آخر** وهو التنبؤ . فلو أمكن للمستثمر التنبؤ باتجاه السوق فإنه يتمكن من تحقيق أقصى المزايا . فإذا على سبيل المثال تنبأ بأن السوق يتجه نحو الارتفاع وسارع بالشراء حتى وصلت الأسعار إلى القمة ، وتنبأ بعد ذلك بتوجه السوق إلى الانخفاض مع قيامه بالبيع فى قمة الصعود وقبل أن يصح ما تنبأ به ، فإنه بذلك يمكنه تحقيق أقصى أرباح.

ومن أكثر الأدوات استخداما للتنبؤ بالأسعار فى السوق المالى الامريكى هو نظرية الداو Dow theory . وتتلخص تلك النظرية فى أن المستوى العام لأسعار الاسهم يرتفع أو ينخفض على شكل موجات، وتستمر فى اتجاه معين حتى يظهر ما يشير إلى احتمال التغير . ففى السوق الصاعد ، يمكن التنبؤ بتغير الاتجاه عندما تفشل الموجة الصاعدة فى الارتفاع أكثر من الموجة السابقة ، وأيضا عندما يصبح القاع أقل انخفاضا من القاع السابق له .

أما السوق الهابطة ، فإن الذى يشير إلى تغير الاتجاه من نزولى إلى صعودى هو عندما ترتفع الموجة أكثر من ارتفاع سابقتها ، وعندما لا ينخفض القاع إلى مستوى القاع السابق له . ومن الانتقادات لهذه النظرية أن التغير فى الاتجاه كثيرا ما يأتى متأخرا ، مما يفوت الفرصة على المستثمر أو ما يحمله من خسائر.

ب- الشراء المنتظـم : وهو يفيد المستثمر الذى يود دائما تجنب شراء الأسهم العادية عندما يكون سعرها مرتفعا للغاية مع الرغبة فى الاستفادة من التقلبات المتوقعة عند السعر السوقى. ويدعو هذا النوع من الوسائل المساعدة إلى الشراء المنتظم للأوراق المالية بكميات متساوية من المال بغض النظر عن سعر الورقة .ففى الفترة الزمنية الطويلة ومع ارتفاع وانخفاض السعر السوقى، فإن متوسط تكلفة كل الأسهم المشتراه يكون أقل من متوسط السعر الذى اشتريت به . وباستخدام هذه الطريقة فى الاستثمار ، فإن السوق الهابط هو أفضل للمستثمر من السوق الصاعد ، حيث يتمكن من إمتلاك عدد أكبر من الأسهم وبالمبالغ المستثمرة نفسها . ويتطلب هذا النوع من الوسائل المساعدة اختيار الأسهم المشتراه بعناية ، وأن يكون المستثمر على استعداد لتعديل محفظته لأن الأوراق الناجحة والقوية حالياً قد يظهر فقرها وضعفها بعد مضى عدد من السنين .

ج- **توقيت التعامل طبقاً لخطة :**

ويحتضن هذه الوسيلة ، المستثمرون الذى جمعوا فعلاً بعض الثروات، ويرغبون فى المحافظة عليها وتنميتها مع الوقت ، ويودون تجنب الأحكام التقديرية المتعلقة بحالة و اتجاه السوق . وطريقة التوقيت طبقاً لخطة معينة ، تعمل على إحلال طريقة أتوماتيكية محل القرارات العاطفية الخاطئة بتحديد أفضل الأوقات للبيع أو الشراء.

ورغم اختلاف هذا العدد من الخطط ، إلا أنها تشترك جميعاً فى تقسيم المبلغ المستثمر إلى جزءين ، هما : (1) مال هجومى aggressive fund ويستثمر فى الأوراق المالية المتقلبة القيمة بتقلبات السوق نفسها، (2) مال دفاعى defensive fund ويستثمر فى شراء الأوراق المالية التى لاتتقلب قيمتها كثيراً ، وتقلبها بنسبة أقل من نسبة تقلبات السوق (وهى السندات الحكومية أو الودائع لدى البنوك) . ويقوم المستثمر بتحديد هذه النسبة بين الجزءين طبقاً لحاجاته وظروفه الخاصة . إلا أنه من الأهميه ثبات هذه النسبة بعد تحديدها. وعندما يتقلب السوق ارتفاعاً وانخفاضاً بدرجة تكفى لتغيير هذه النسبة بقدر سبق تحديده ، يقوم المستثمر بتحويل بعض الأموال من نوع إلى آخر حتى تعود النسبة بين النوعين إلى ما كانت عليه مسبقا . ففى حالة إتجاه السوق المالى إلى الصعود ، تتجه قيمة الجزء الهجومى للارتفاع بنسبة كبيرة، فى حين سترتفع قيمة الجزء الدفاعى بنسبة بسيطة ، وبالتالى إرجاع النسبة إلى حالة التوازن ، ويكون ذلك عن طريق بيع بعض الأسهم وشراء السندات . ويحدث العكس فى حالة اتجاه السوق نحو الهبوط ، حيث يصفى جزء من المال الدفاعى ، أى بيع السندات وشراء الأسهم لزيادة الجزء الهجومى،ويطلق على هذه الطريقة النسبة الثابتة Constant ratio .

أما طريقة النسبة المتغيرة Variable ratio (أى لا توجد نسبة واحدة ثابتة) فيوجد عدد من النسب المتغيرة . ففى حالة صعود السوق تأخذ

نسبة المال الهجومى (الأسهم) فى الإنخفاض ولكن تأخذ فى الارتفاع عند اتجاه السوق فى الهبوط. والقرارات الخاصة بتغيير النسبة تجرى على أساس أرقام قياسية أو متوسطات أسعار الأوراق المالية التى تنشر فى السوق والتى يتم الاتفاق على اختيارها مقدما . وعندما يصل السوق إلى نقطة معينة من الارتفاع تباع الأسهم تدريجيا، وما يتحصل عليه إما أن يحتفظ به فى صورة ودائع نقدية أو لشراء سندات . ويستمر التعامل على هذا الحال ، فكلما وصل السوق إلى نقطة معينة يقوم المستثمر بعملية التحويل وينتقل إلى نسبة جديدة . ويحدث العكس عند وصول السوق إلى نقطة معينة من الانخفاض ، فتباع السندات أو تستخدم الأموال لشراء الأسهم بالتدريج. هذا الإجراء هو تطبيق لمبدأ استثمارى هام وهو الشراء المنخفض Buy low والبيع المرتفع Sell high .

طرق قياس تحرك سوق الأوراق المالية

إن المؤشر الذى يستخدم للحكم على وضع السوق هو فى أغلب الأحوال حجم التبادل مقاساً بالجنيه ، إضافة إلى اتجاه بعض الأسعار إما إلى أعلى أو إلى أدنى ، ولو أن ذلك يتم بنقاط ضئيلة . وتختلف تلك الإجابة من مستثمر إلى آخر حسب محفظته المالية . ذلك هو الحال فى السوق المصرى . أما بالنسبة للأسواق المتطورة كبورصتى نيويورك ولندن ، فإن هناك مؤشرات عامة للأسعار يتبين من خلالها اتجاه أسعار السوق عن طريق رصد اتجاه أسعار عدد من الأسهم القيادية والتى تعتبر ممثلة لجميع الأسهم المتداولة فى السوق لمختلف الأنشطة الاقتصادية ، من هذه المؤشرات ، مؤشرات دو جونز الثلاثة ، وهى: مؤشر للصناعة وآخر للنقل ، وآخر للمنافع العامة . والانتقاد الموجه إلى هذا المؤشر ، هو أنه لا يمثل مجموع الشركات المتوسطة والصغيرة الحجم ، ومن ثم فهو بعيد عن تمثيل كامل للسوق.

الاتجاهات المتميزة لحركة الأسهم

هناك ثلاث اتجاهات لذلك تشبه اتجاهات حركة الأمواج فى البحر .
الحركة الأساسية وهى طويلة المدة نسبياً ، وقد تستغرق سنة أو أكثر، ويطلق عليها المستثمرون **السوق الصاعد** سوق الثور Bull market ، وتشهد أسعار الأسهم ارتفاعاً متواصلاً خلال فترة معينة ، أما أثناء **السوق الهابط** Bear market - فتسمى بسوق الدب.

أما **الحركات الثانوية** ، فتتحرك فى الغالب عكس حركة المد ، وتعمل على إضفاء التصحيحات اللازمة أثناء سوق الثور، وتضيف بعض الانتعاشات إذ تعمل على رفع أسعار الأسهم بعض الشيء.

والنوع الثالث فهى **الحركات اليومية** ، وهى لا تتسم بأية أهمية لو أخذت بذاتها المنفردة ، إلا أن مجموع الحركات اليومية هى التى تسبب الحركات الثانوية.

النزعات الرئيسية فى سوق الأسهم

سوق الثور الذى يتميز بالقرن إلى أعلى ، يتميز بثلاث مراحل :
المرحلة الأولى ، التجمعات : وفى تلك الفترة ينظر إلى أسعار الأسهم على أنها منخفضة ويكون المجتمع الاستثمارى فى حالة استياء من سوق الأسهم بسبب الانخفاض الأخير فى الأسعار. إلا أن الأشخاص الذين يدركون أن أسعار الأسهم منخفضة وأقل من قيمتها الفعلية ، يبدأون فى تجميع الأسهم على أمل أن ترتفع قريباً .
المرحلة الثانية : وتتميز بالتقدم الثابت للأسعار وارتفاع حجم التبادل، وخلال تلك الفترة تصبح النظرة إلى الأنشطة الاقتصادية متفائلة ومشجعة.

المرحلة الثالثة : فهى توارد الأنباء المشجعة عن النشاط الاقتصادى ، وبالتالى تشد الجمهور إلى أسواق الأسهم ، ويصبح الجو ملائما لارتفاعات إضافية لأسعار الأسهم .بحيث تعود إلى قيمها الفعلية .

* *

الملحق (جـ)

الحفاظ على القيد ومواعيده فى سجلاتك الاستثمارية

إن أكثر المستندات أهمية هو حفظك للملف الخاص بتوثيق شرائك محافظ الأوراق المالية ، فهذا يفيد فى بيان سعر السهم ورسوم السمسرة الكلية للصفقات. وكلا البيانين تحتاجهما للتعرف على تكلفة السهم الأصلية. هذه العمليات قد تراها بلا قيمة ، ولكنها تمثل إدخارات جذرية عندما تفصح عن مكاسب رأسمالية أو خسائر فى إقرارك الضريبى (فى المسار الأمريكى).

وعادة ما تستطيع الحصول على تقييم دقيق لأسهم موروثة من منفذ الوصية لأن كل الأسهم قد زادت قيمتها السوقية منذ تاريخ الوفاة ، وأن هذا السعر سيكون متضمنا فى حصر التركة .

وتنعقد عملية القيد فى السجلات فى حالة مشاركتك فى خطة إعادة استثمار التوزيعات النقدية فى الأسهم العادية للشركات أو أسهم صناديق الاستثمار . فأنت تعرف كم من المال استثمرته فى البداية ، إضافة إلى عمولة السمسرة أو مقدم رسوم الأتعاب front – end load للصندوق الاستثمارى. لذلك احتفظ بسجلات للتوزيعات النقدية ، والمكاسب الرأسمالية المعلنة كل عام، وأقسم قيمة مجموعهم على عدد الأسهم الجديدة المتحصل عليها.

و إذا تطلب الأمر منك أن تضع أسهمك تحت التصرف نتيجة حدوث تغير فى ملكية الشركة (الاستحواذ Takeover) ، فهناك بعض من الاحتياطات لتتبعها :

1- إعمل نسخة ضوئية لكل من شهادات وثائق استثمارك ، والنسخة الموقعة منك لوضع أسهمك تحت التصرف tender عند الدخول فى عملية لاستحواذ على الشركة.

2- إرسل ما سبق بالبريد المسجل بعلم الوصول.

وفيما يلى نموذج مبسط لسجل القيد الاستثمارى :

سجل القيد

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
					شراء الاسهم				بيع الاسهم				
	تاريخ عملية التبادل	رمز التبادل شراء / بيع	الرقم الرمزى للاسهم	عدد الاسهم المنقولة	سعر السهم $	التكلفة الإجمالية (4) × (5) $	رسوم السمسرة (6) × 2% $	صافى التكلفة (6) + (7) $	سعر السهم $	اجمالى المبيعات $	رسوم السمسرة (10) × % 2 $	صافى التكلفة (10)− (11) $	الربح أو الخسارة $
1	9/30	ش	SUNMK.G	300	205	61500	1230	62730					
2	10/3	ع	SUNMK.G	300					216	64.800	1.296	63.504	774
3													
4													
5													
6													
7													
8													

وحيث يتبين الآتى :

العمود **1** : ويشير إلى اليوم والشهر لعملية شراء أو بيع الأسهم STOCK

2: ويشير إلى عملية الانتقال إما بالشراء أو البيع (ش أو ع)

3: وهو رمز المنشأة المسجل فى البورصة للأسهم

4: ويبين عدد الأسهم المنقولة سواء بيعا أو شراء

وتستخدم الأعمدة من 5-8 عند شراء الأسهم :

العمود**5**: سعر السهم ، ويتواجد فى الصحيفة اليومية التى تنشر أسعار الإقفال فى البورصة المالية

6: التكلفة الإجمالية ، وهى الكمية فى عمود (4) مضروبة فى الكمية ، عمود (5)

7: عمولة السمسار ، وهى الكمية فى عمود (6) مضروبة فى عمولة السمسار (مثلا 0.02 أى 2%)

8 : صافى التكلفة وهى الكمية فى عمود (6) مضافة إلى عمود (7)

وتستخدم الأعمدة من 9-12 عند بيع الأسهم :

9: سعر السهم فى آخر اليوم ، لبيعه

10 : إجمالى المبيعات ،وهى الكمية فى العمود (9) مضروبة فى عدد الأسهم ذاتها التى بيعت

11 : عمولة السمسار ، مثلا 2% مضروبة فى الكمية فى عمود (10)

12: صافى المبيعات وهى الكمية فى عمود(10) مطروح منها الكمية فى عمود (11)

13: المكسب أو الخسارة المالية نتيجة لعملية بيع الأسهم ، فرق القيمة فى عمود (8) (عندما اشتريت الأسهم) عن القيمة فى عمود (12) بعد بيع الأسهم

مثال : باستخدام السجل السابق ، قيدت به البيانات التالية بناء على النحو الآتى :

أشترى عدد 300 سهم share من . Supermarket Gen – Corp اليوم 30 سبتمبر 2003 مستعينا برموز الأسهم المسجلة التالية :

اسم الشركة	**رموز الشركات بالصحف**
SUNDSTR	SUNDSTRAND
SUNSHINE MNG	SUN MN
SUPERMARKET GEN.CORP.	SUP MK G

وحيث ظهر بالصحيفة الآتى فى اليوم الذى تم فيه الشراء.

خلال 52 أسبوع أعلى سعر	أدنى سعر	اسم الورقة المالية	قيمة الكوبون ج.م	عائد الكوبون	مضاعف السعر	كمية التداول بالمئات	أعلى سعر	أقل سعر	سعر الاقفال	مقدار التغير ج.م
227	190.75	SUP. MK. G	0.42	24.70	11	137	205.25	204.90	205	0.50

ثم بيع عدد 300 سهم لنفس الشركة فى يوم 3 أكتوبر من نفس السنة بناء على المعلومات المنشورة فى الصحيفة اليومية كالآتى :

خلال 52 أسبوع أعلى سعر	أدنى سعر	اسم الورقة المالية	قيمة الكوبون ج.م	عائد الكوبون	مضاعف السعر	كمية التداول بالمئات	أعلى سعر	أقل سعر	سعر الاقفال	مقدار التغير ج.م
221	186.12	SUP. MK. G	0.42	24.70	11	214	216.25	215.50	216	— 0.25

هذا ومن التحليلات المالية للميزانيات المعلنة للشركات ، يمكنك استخراج المؤشرات التى توضح قدرة المنشأة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل ، وتحقيق عائد مناسب لكل من حقوق الملكية والمساهمين الجدد ، وفيما يلى بعض هذه المؤشرات للمقارنة من سنة إلى أخرى باستخدام بيانات قائمتى المركز المالى والدخل ، والتى تساعد فى إجابة التساؤلات التالية (ولا ننسى أن كلمة أرصدة قد تكون نقدية ، رأس المال العامل ، أو المصادر الرئيسية لمال الشركة):

1- ما هى الأحداث المالية التى دفعت الأرصدة إلى التغير ؟.... وما هى القرارات الادارية المسئولة عن هذا التغير ؟
2- ما نسبة الأرصدة التى تولدت من العمليات (بيع الإنتاج أو تقديم خدمات للعملاء) ؟
3- ماهو تأثير التغيرات فى حساب رأس المال العامل على الأرصدة ؟
4- ماهى نسبة الأرصدة التى تولدت من وبالإضافة إلى / أو ما استخدم فيما يتعلق بالمنقولات إلى :

ا- أصول غير جارية   ب- التزامات طويل الأجل
ج- أسهم رأس المال

والهدف من وراء هذه التساؤلات هو تقييم الشركة استثماريا . وبعض تلك المؤشرات هى :

1- معدل العائد على حقوق الملكية (صافى الدخل \ إجمالى حقوق المساهمين) : وهو مؤشر جيد للمستثمر فى حالة ارتفاعه مقارنا بأسعار الفائدة بالبنوك حاليا ، ولفترة سابقة (فمثلا من 17% إلى 32 % إلى 25%).
2- معدل العائد للسهم (صافى الدخل المتاح للأسهم العادية \ متوسط عدد الأسهم المكتتبة خلال العام) : فزيادته من سنة إلى أخرى يعنى تحقيق المنشأة لأرباح باستمرار.

3- معدل التمويل بالديون (جملة الالتزامات والأرصدة الدائنة\ اجمالى حقوق المساهمين والالتزامات طويلة الأجل) : ويوضح مدى اعتماد المنشأة على الغير فى تمويل استثماراتها (فمثلا من 76% إلى 65 % إلى 63 %) . والمقام المذكور فى هذا المعدل يسمى إجمالى الاستثمار.

4- معدل التمويل إلى حقوق الملكية (إجمالى الاستثمار\ إجمالى حقوق المساهمين) : وبوضح تدرج اعتماد المنشأة على التمويل مقارنا بحقوق المساهمين من سنة إلى أخرى (فمثلا إذا بلغت النسبة 125% فمعناه أن المساهمين إذا دفعوا 100 جنيه يدفع الغير 125 جنيه، أى اعتماد المنشأة على الغير بنسبة أكبر) .

5- متوسط فترة التحصيل (عدد الأيام فى السنة \ معدل دوران أوراق القبض ، حيث معدل الدوران = قيمة المبيعات \ المدينون وأوراق القبض). ويشير انخفاض فترة التحصيل إلى حسن الأداء (فمثلا من 105 يوم إلى 100 يوم إلى 20 يوما).

6- معدل دوران الأصول الثابتة (قيمة المبيعات \ الأصول الثابتة) : ويشير إلى أى مدى تستغل المنشاة أصولها الثابتة ، فارتفاعه على مدى السنوات يدل على الأداء الجيد للمنشاة (فمثلا من 2.9 إلى 3.8 إلى 2.6 مرة) طالما أعلى من المعدل 2 مرة .

7- معدل دوران إجمالى الأصول (قيمة المبيعات \ إجمالى الاستثمار) : ويوضح ادارة المنشأة لإجمالى إستثماراتها (فمثلا من 0.78 مرة إلى 0.81 مرة إلى 1.1 مرة) وتزايده يدل على الأداء الجيد للمنشأة.

8- معدل العائد لإجمالى الأصول (صافى الدخل \ إجمالى الاستثمار) : ويوضح درجة استغلال المنشأة للأصول (فمثلا من 5.2 إلى 8.5 % إلى 10% وهو عائد متزايد من سنة إلى أخرى).

9- صافى المال العامل \ إجمالى الأصول : ويشير تزايده إلى وجود نقدية بالشركة لمواجهة الالتزامات قصيرة الأجل (فمثلا من 0.27 مرة إلى 0.32 مرة إلى 0.28 مرة) .

10- المعدل النقدى : ويشير تزايده إلى زيادة مقدرة المنشأة على السداد النقدى (فمثلا من 0.13 مرة إلى 0.29 مرة إلى 0.82 مرة).

11- مؤشر القيمة الدفترية : ويوضح العلاقة بين سعر السهم فى سوق التداول طبقا لسعر الإقفال لأى يوم والقيمة الدفترية له : ويتحصل على القيمة الدفترية للسهم من ناتج قسمة صافى حقوق المساهمين فى نهاية السنة على عدد الأسهم المكتتب فيها.

هذا وتتمثل غالبية عناصر قائمة المركز المالى للمنشأة فى 31 ديسمبر عام 2005 فى الجدول التالى:

قائمة المركز المالى للمنشأة فى 31/12 /2005

(بالجنيه المصرى)

كلى جزئى

الأصول طويلة الأجل Long term assets

(1) الأصول الثابتة

(2) يخصم مجموع الإهتلاكات (مبانى ، أجهزة)

(3) إجمالى الأصول الثابتة

(4) مشروعات تحت التنفيذ

(5) استثمارات فى مشروعات مشتركة

(6) إجمالى الأصول طويلة الأجل

كلى جزئى

الأصول المتداولة Current assets

(7) المخزون (رصيد دفترى)

(8) المدينون وأوراق القبض

(9) حسابات مدينة متنوعة

(10) نقدية بالبنوك والصندوق

(11) إجمالى الأصول المتداولة

الالتزامات المتداولة Current liabilities

(12) المخصصات

(13) البنوك الدائنة

(14) دائنون وأوراق دفع

(15) حسابات دائنة دفع

(16) إجمالى الالتزامات المتداولة (الخصوم)

(17) رأس المال العامل

(18) إجمالى الاستثمار =(11)-(16) ، ويتم تمويله كالآتى :

حقوق المساهمين

(19) رأس المال المدفوع

(20) الاحتياطيات

(21) أرباح مرحلة

(22) إجمالى حقوق المساهمين

(23) الالتزامات طويلة الأجل

(24) إجمالى تمويل كل من رأس المال العامل والأصول طويلة الأجل (6+17)

أما غالبية عناصر قائمة الدخل عن عام ..... فيما بين 1/1 /....... وحتى 12/31/........ فتتمثل فيما يلى على سبيل المثال :

قائمة الدخل عن عام .... فى الفترة من 1/1/....... وحتى 12/31/.......

وقائمة التوزيعات المقترحة

(بالجنية المصرى)

كلى جزئى

(1) صافى المبيعات (إيرادات النشاط)

(2) يخصم ...... تكلفة المبيعات

(3) إجمالى الربح

(4)يخصم ..... مصروفات إدارية وتمويلية وبدلات وروانب مقطوعة ...إلخ

(5)ويخصم ..... مخصصات بخلاف الاهلاك

(6) ويخصم .... إهتلاك اضافى

(7) إجمالى المصروفات

(8)يضاف ... ايرادات أخرى وفوائد بنوك

(9)ويضاف ...إيرادات سنوات سابقة

(10) صافى أرباح النشاط

(11) يخصم ... مصروفات وفروق أسعار سنوات سابقة

(12) ويخصم ..... خسائر تقييم عملات

(13) صافى الربح قبل ضريبة الدخل

(14) ضريبة الدخل

(15) صافى الربح بعد ضريبة الدجل

(16) أرباح مرحلة من العام الماضى

(17) مجموع الأرباح ، وتوزع كالآتى :

(18) احتياطى قانونى

(19) احتياطى عام

(20) نصيب المساهمين

(21) نصيب العاملين
(22) مكافأة أعضاء مجلس الإدارة
(23) رسم الدمغة النسبى على رأس المال
(24) أرباح محتجزة مرحلة للعام التالى

هذا وبالإضافة إلى المؤشرات السالف الإشارة إليها ، فإن طبيعة الصناعة التى تنتمى إليها هذه المؤسسة الاقتصادية والظروف التى تواجهها ، ووضعها بين المؤسسات ذات الاهتمام المشترك له من التأثير الكبير على مستقبل المؤسسة وبالتالى قيمة أسهمها ، أى على المستثمر التعرف على القوة التنافسية للمؤسسة وإمكانية التوسع فى الإنتاج فى حدود القدرة الإنتاجية لأصولها الثابتة ، ومدى إمكانية زيادة القدرة الإنتاجية لها فى ضوء نصيب كل مؤسسة منافسة فى السوق.

هذا بالإضافة إلى عدة عوامل أخرى لا تملك المؤسسة أو المستثمر القدرة على السيطرة عليها كالمناخ الاقتصادى العام للدولة ومعدلات النمو ، وأسعار الفائدة السائدة فى السوق ، واستقرار قوانين الاستيراد والتصدير ، ومدى كفاءة الإدارة العليا للمؤسسة ، كل هذه الاعتبارات لا تظهرها نتائج التحليل المالى ، حيث أن هذه التحليلات تفترض ثبات جميع العوامل الأخرى المشار إليها .

* *

الملحق (د)

استراتيجيات الاستثمار

(وجهة النظر الامريكية)

هناك استراتيجيات للاستثمار يمكن إتباعها لتوليد مكاسب فى سوق الأوراق المالية ، إلا أنه يجب تذكر عدم إتباع أى إستراتيجية بطريقة عمياء، وعلى المستثمرين أن يتفهموا طبيعة الأوراق المالية التى يمتلكونها والأسباب الخاصة للإبقاء عليها فى حوزتهم .

نسب (P/E) منخفضة : فقد وجدت البحوث الأكاديمية أن انخفاض تلك النسب تنتج باتساق عائدات اكبر فى المدى الطويل عن الأسهم ذات النسب P/E العالية. فلقد ذكر أحد الخبراء ، على الإجمال ، أن الشركات التى يتنبأ بأن سيكون لها أقوى نمو ، لا تستوفى توقعات السوق من نمو للعائدات ، وأن الشركات المفترض فيها أسوأ مرتقبات ، لا تعمل فى كثير من الأحيان بتلك الدرجة من السوء كما يتوقعها المستثمرون . فهم الذين يتوقعون هذه الاستراتيجية و يحتاجون ملاحظة الخطوط التالية :

1- حدد أن الموقف المالى للشركة يكون قويا . فنسبة P/E المنخفضة قد يبررها قلق السوق بخصوص المخاطرة المرافقة للدين الكبير للشركة .
2- إبحث عن نمو راسخ للمكتسبات earnings (على الأقل 15% سنويا على مدى الخمس سنوات الأخيرة).
3- كن حذرا بخصوص الشركات ذات الدورات التجارية ، فنسبة (P/E)المنخفضة قد تعكس حقيقة أن المكتسبات تكون فى قمة دورتها.

إبحث عن شركات أصغر : فالقيمة السوقية للأسهم market capitalization (السعر مضروب فى عدد الأسهم المتداولة) ما بين

100 مليون دولار إلى 500 مليون دولار قد فاقت فى أدائها أسهما لشركات أكبر بعد ادخال عامل المخاطرة فى الحسبان . فالمكتسبات لشركات أصغر يمكن أن تنمو أسرع من تلك للشركات الأكبر ، لأنهم بدأوا من أساس أصغر بكثير . ولمستثمر أكثر جسارة قد يرغب فى إضافة القليل من شركات النمو الناشئة إلى محفظته المالية فى حدود نسبة 10-20% من الفوائض المالية equity funds . أنظر الموقع (www.fool.com) على شبكة الإنترنت حيث به إرشادات عند تحليل الأسهم العامة . وفيما يلى بعض الخطوط الإرشادية لاتباعها:

- إبحث عن مكتسبات نمو من 20% إلى 25% على مدى الخمس سنوات الأخيرة .
- حدد إذا كانت الشركة يمكنها المحافظة أو زيادة معدل النمو.
- تأكد من أن عبء الدين يكون معقولا ، فالشركات الصغيرة ذات الدين الكبير يمكن أن تقع فى مصاعب مالية خطيرة إذا حدث تدهور إقتصادى.

ملكية منخفضة من مؤسسات : فالأسهم العامة المستحوذ عليها بدرجة كبيرة من مؤسسات ، تميل إلى عدم الأداء الجيد مثل الأسهم بدون أو ذات ملكية قليلة مؤسسية . و أحسن وقت لشراء السهم هو قبل أن تنجذب إليها المؤسسات وترفع الأسعار.

الشراء من وراء الكواليس Insider buying : فالشركات التى يتبين قيامها بمستوى عال من المشتريات من وراء الكواليس ، تكون ذات أداء أعلى من الشركات ذات المبيعات الكثيفة من وراء الكواليس (هؤلاء الأفراد هم المديرون ، أعضاء مجلس الإدارة ، أو حملة الأسهم الذين يمتلكون أكثر من 5% من الأسهم. وتتطلب هيئة سوق المال الإفصاح عن هذه المعلومات.

تجنب الأسهم ذات القيمة المنخفضة جدا Penny stock: وهذا السوق موبوء بالتلاعب بالأسعار والاحتيال ، وشراء هذه الأسهم يكون مقامرة أكثر منه استثمار.

* *

الملحق (هـ)

أساليب تقييم الأسهم والسندات

أولا : أساليب تقييم الأسهم

هناك ثلاث مؤشرات هامة لابد لمستثمر الأوراق المالية معرفتها جيدا، ومعرفة كيفية احتسابها ليتسنى له اتخاذ قرار البيع أو الشراء ، وهى تتمثل فى :

1- **مضاعف سعر السهم** EPS : ويمكن الحصول عليه من قسمة القيمة السوقية للسهم فى تاريخ إقفال معين على نصيب السهم من الأرباح الموزعة خلال الاثنى عشر شهر الأخيرة. هذا المؤشر يدور فى السوق المصرى بين 10 ، 12 مرة . وارتفاع المؤشر عن هذا المعدل يكون إما أن السهم مغالى فى تقييمه أو أن ثقة السوق فى مستقبل السهم كبيرة.

2- **مؤشر القيمة الدفترية** Price Book Value: ويوضح العلاقة بين سعر السهم فى سوق التداول طبقا لسعر الإقفال لأى يوم إلى القيمة الدفترية . بينما نحصل على القيمة الدفترية للسهم من ناتج قسمة صافى حقوق المساهمين فى نهاية السنة على عدد الأسهم المكتتب فيها.

3- **مؤشر ربحية السهم** : أى الربح أو الخسارة الرأسمالية للسهم ، ويتم احتسابه عن طريق قسمة سعر الإقفال مضروبا فى 100 على سعر الفتح.

هذا و الآتى يعرض أساليب تقييم الأسهم:

أ – نموذج الخصم :

ويطلق عليه نموذج رسملة الدخل ، ويقوم على القاعدة الراسخة فى مجال الاستثمار ، وهى أن القيمة العادلة لأى استثمار بما فيها الاستثمار فى الأسهم

العادية تتمثل فى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية مخصومة بمعدل خصم ملائم ، كما يلى:

$$ق = \sum_{س=1}^{ن} ق_س \left(\frac{1}{1 + م} \right)^{س}$$

حيث: مجـ = مجموع   س : سنوات الاستثمار

ق = القيمة العادلة لسعر السهم (ما ينبغى أن يكون عليه سعر السهم)

$ق_س$ = التدفق النقدى المتولد عن الاستثمار

م = معدل خصم التدفقات النقدية أو ما يسمى بمعدل العائد المطلوب ويمكن استخراج قيمة "م" من المعادلة التالية (نموذج تسعير الأصول الرأسمالية)

$$م_هـ = م_خ + (م_ق - م_خ) تا_هـ$$

حيث:

$م_خ$ = معدل عائد خال من المخاطرة ، مثل أذونات الخزانة

$(م_ق - م_خ)\ تا_هـ$ = علاوة مخاطرة

$م_ق$ = عائد السوق $تا_هـ$: عدد وحدات المخاطر

ب- نموذج تقييم التوزيعات:

ويمكن تقييم الأسهم العادية من المعادلة التالية:

$$ق = \sum_{س=1}^{\infty} ت_1 \left(\frac{1}{1+م}\right)^{1} + ت_2 \left(\frac{1}{1+م}\right)^{2} + ... + ت_\infty \left(\frac{1}{1+م}\right)^{\infty}$$

حيث :

ت = توزيعات

وبفرض أن المستثمر قد قرر التصرف فى السهم فى تاريخ محدد ، فتأخذ المعادلة الصورة التالية :

$$ق = \sum_{س=1}^{ن} ت_1 \left(\frac{1}{1+م}\right)^1 + ت_2 \left(\frac{1}{1+م}\right)^2 + ...$$

$$...... + \left(ت_ن + ق_ن\right)\left(\frac{1}{1+م}\right)^ن$$

حيث : $ق_ن$ = قيمة السهم فى نهاية المدة

مثال : يفكر أحد الأفراد فى شراء أسهم عادية لمنشأة ما ، وتتجه نية المسئولين عن الاستثمار إلى بيع تلك الاسهم بعد مضى عامين ، ويتوقع أن يباع السهم حينئذ بمبلغ 15 جنية ، ويتوقع كذلك أن تبلغ التوزيعات للسهم الواحد 2 جنيه و 3 جنيه فى العامين على التوالى . أما معدل العائد الذى يطلبه المستثمر على هذا الاستثمار هو 18% ، فما هو الحد الأقصى لثمن شراء السهم؟

الحل :

$$قيمة السهم = ت_1 \left(\frac{1}{1+م}\right)^1 + ت_2 \left(\frac{1}{1+م}\right)^2 + ق_2 \left(\frac{1}{1+م}\right)^2$$

$$= 2 \left(\frac{1}{1+0.18}\right)^1 + 3 \left(\frac{1}{1+0.18}\right)^2 + 15 \left(\frac{1}{1+0.18}\right)^2$$

ذلك يعنى أن المستثمر لا ينبغى أن يدفع أكثر من 14.6 جنيه لشراء هذا السهم

مثال : إذا علمت أن مستثمر ما يفكر فى شراء أحد الأسهم العادية ، وكانت التوزيعات المتوقعة لهذا السهم هى 5 جنيه و 8 جنيه لمدة عامين ، والقيمة الاسمية المتوقعة للسهم فى نهاية العامين هى 120 جنيه . وقد كان معدل عائد السوق 15% والعائد على أذون الخزانة 5 % ومعامل بيتا (ß) 1.2. فما هو السعر العادل الذى يقبله المستثمر لشراء هذا السهم ؟

الحل :

1- حساب معدل العائد المطلوب (م)

$$م_{هـ} = م_{خ} + (م_{ق} - م_{خ}) \text{ تا هـ}$$

$$= 0.05 + (0.15 - 0.05)\, 1.2$$

$$= 17\%$$

2- حساب القيمة العادلة للسهم

$$ق = ت_1 \left(\frac{1}{1+م}\right)^1 + ت_2 \left(\frac{1}{1+م}\right)^2 + ق_2 \left(\frac{1}{1+م}\right)^2$$

$$= 5 \left(\frac{1}{1+0.17}\right)^1 + 8 \left(\frac{1}{1+0.17}\right)^2 + 120 \left(\frac{1}{1+0.17}\right)^2$$

$$= 4.27 + 5.84 + 87.66 = 97.77 \text{ جنيه}$$

ذلك يعنى أن المستثمر لا يقبل سعرا أعلى من 97.77 جنيه لشراء هذا السهم

تقييم الأسهم الممتازة :

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية ، ويتشابه مع السند من حيث :

1- نصيب السهم من الأرباح محدد بنسبة معينة من قيمته الاسمية.

2- لا يجوز لحملة الأسهم العادية الحصول على نصيبهم من الأرباح قبل حملة الأسهم الممتازة.

3- له الحق فى الحصول على الأرباح عن السنوات السابقة التى لم تجرى فيها توزيعات.

هذا ويأتى حملة الأسهم الممتازة بعد حملة المستندات من حيث الحصول على المستحقات ، لذا فإن مخاطر الاستثمار فى الأسهم الممتازة تفوق مخاطر الاستثمار فى السندات . ويمكن تقييم الأسهم الممتازة كما يلى:

$$ق = \frac{ت}{م}$$

حيث :

ق = القيمة السوقية للسهم الممتاز

ت = توزيعات الأرباح على حامل السهم العادى = سعر السهم × معدل الكوبون

م = معدل العائد الذى يطلبه المستثمر

مثال : أمام أحد المستثمرين فرصة لشراء عدد من الأسهم الممتازة ، حيث تبلغ القيمة الاسمية للسهم 50 جنيه ، ونسبة الأرباح الموزعة لكل كوبون هى 10% . فإذا كان معدل العائد المطلوب 15 % ، فما هو الحد الأقصى لشراء هذا السهم؟

الحل :

ت = 50× 0.10 = 5 جنيه

م = 15 %

∴ ق = ت \ م = 5 \ 0.15 = 33.3 جنيه

∴ ينبغى على المستثمر أن لا يدفع أكثر من 33.3 جنيه لشراء هذا السهم

طريقة أخرى للحل :

يمكن حساب معدل العائد المتوقع على الاستثمار فى السهم الممتاز ، كما يلى :

م^ = $\frac{ت}{ق}$ .... حيث م^ = معدل العائد المتوقع

ق = القيمة السوقية للسهم

وبفرض أن القيمة السوقية للسهم فى المثال السابق هى 60 جنيه

∴ م^ = 5 \ 60 = 8.3 %

ولما كان معدل العائد المطلوب على الاستثمار هو 15% ، والعائد المتوقع هو 8.3 % ، فلا ينبغى على المستثمر شراء هذا السهم.

تمرين (تقييم السهم) نموذج النمو

إذا علمت البيانات التالية:

ت صفر = 2.857 جنيه ق = 30 جنيه

م خ = 8 % ، و (معدل عائد خالى المخاطر) = 5 %

م س = 12 %

ب هـ = 2 = (بيتا)

فهل تعتقد أن سعر السهم سيرتفع أم سينخفض ؟

الحل:

ق̂ = القيمة الحالية (السعر العادل)

ق = سعر السهم

فإذا كان ق̂ > ق .... ∴ شراء = لارتفاع السعر لاحقا

ق̂ < ق .... ∴ بيع = لانخفاض السعر لاحقا

حيث $ق = \frac{ت_1}{م - و} = \frac{ت_{صفر}(1+و)}{م - و}$

و ∵ م = م خ + (م س – م خ) ب هـ

$= 0.08 + (0.12 - 0.08)\ 2 = 16\%$

∴ $ق = \frac{2.857(1 + 0.05)}{16\% - 5\%} = 27.27$ جنيه

و ∵ ق > ق ∴ بيع = لانخفاض سعر السهم عن 30 جنيه

ثانيا : أساليب تقييم السندات

تقدير القيمة العادلة للسند : إن القيمة العادلة لأى استثمار هى القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية مخصومة بمعدل خصم يتمثل فى معدل العائد الذى يطلبه المستثمر ، والذى يكفى لتعويضه عن المخاطرة.

1- تقييم السندات الدائمة :

وهى سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد وبالتالى يمكن التخلص منها بالبيع فقط . ويمكن تقييم هذا النوع من السندات إذا توافرت معلومتان:

أ – مقدار وتوقيت التدفقات النقدية الداخلة المتمثلة فى الفوائد

ب- مقدار العائد الذى يطلبه البنك على الاستثمار فى هذه السندات ، حيث يتم إيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية للسند مخصومة بمعدل يتمثل فى العائد الذى يطلبه البنك على الاستثمار فى تلك السندات كما يلى :

$$\text{قيمة السند} = ف\left(\frac{1}{1+م}\right) + ف\left(\frac{1}{1+م}\right)^2 + \ldots + ف\left(\frac{1}{1+م}\right)^\infty$$

حيث:

ف = القيمة الاسمية للسند (أ) × معدل الكوبون

ويمكن صياغة هذه المعادلة فى صورة أخرى:

قيمة السند = ف \ م ..... حيث م : معدل العائد على الاستثمار

حيث (ف) تمثل القيمة الاسمية للسند (أ) × معدل الكوبون

مثـــال :

أمام أحد الأفراد فرصة لشراء سندات دائمة (حكومية) ، وتبلغ القيمة الاسمية للسند الواحد 1000 جنيه ومعدل الكوبون 8% ، ويعتقد المستثمر أن معدلا قدره 12% يعد كافيا للتعويض عن المخاطر، فما هو الحد الأقصى الذى يدفعه الفرد لشراء هذا السند؟

الحل :

ف = القيمة الاسمية × معدل الكوبون

= 1000 × 0.08 = 80 جنيها

∴ **قيمة السند** = 80 \ 0.12 = 667 جنيها

2- السندات التى لها تاريخ استحقاق محدد:

إن وجود تاريخ محدد لإستحقاق السند يعطى المستثمر الحق فى مطالبة الجهة المصدِرة بالقيمة الاسمية للسند عندما يحل أجله ، وذلك بالإضافة إلى الفوائد الدورية المستحقة.

أ- بفرض أن تاريخ الاستحقاق عام واحد فقط :

∴ قيمة السند = (أ + ف) $\left(\frac{1}{1+\text{م}}\right)$........ حيث (أ) تمثل القيمة الاسمية للسند

مثال :

هناك فرصة لشراء عدد من السندات التى تبلغ القيمة الاسمية للسند 1000 جنيه ومعدل الكوبون 8% وتبلغ فترة الاستحقاق عام واحد ، ويعتقد

المستثمرون أن معدل العائد على الاستثمار قدره 12% ، وهو مناسب على تلك السندات ، فما هى القيمة العادلة ؟

الحل :

$$\text{قيمة السند} = (\text{أ} + \text{ف}) \left(\frac{1}{1 + \text{م}}\right)^{1}$$

$$= (1000 + 80) \left(\frac{1}{1 + 0.12}\right)^{1} = 964.4 \text{ جنيها}$$

ويمثل هذا الرقم ، الحد الأقصى الذى ينبغى أن يدفعه المستثمر لشراء هذا السند، وهو يمثل فى نفس الوقت المبلغ الذى استثمر لمدة عام بمعدل 12% يعطى فى نهايته 1080 جنيها . والفرق بين القيمة الحالية للسند 964.4 جنيه والتدفقات النقدية من 1080 جنيه ، تمثل غلة السند وتبلغ 115.6 جنيه(وهى عبارة عن 80 جنيه فوائد ، 35.5 جنيه أرباح رأسمالية تتمثل فى الفرق بين القيمة الاسمية للسند(1000جنيه) والقيمة الحالية له (964.4 جنيه) .

ب ــ بفرض أن تاريخ الاستحقاق أكثر من عام :

هنا نجد أن قيمة السند هى عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية للسند التى تتمثل فى مقدار الفوائد الدورية خلال فترة الاستحقاق بالإضافة إلى القيمة الاسمية فى نهاية تاريخ الاستحقاق.

$$\text{قيمة السند} = \text{ف}\left(\frac{1}{1+\text{م}}\right)^{1} + \text{ف}\left(\frac{1}{1+\text{م}}\right)^{2} + \ldots\ldots + (\text{ف} + \text{أ})\left(\frac{1}{1+\text{م}}\right)^{\text{ن}}$$

مثال : أمام أحد المستثمرين فرصة لشراء مجموعة من السندات حيث تبلغ القيمة الاسمية للسند الواحد 1000 جنيه ويستحق بعد عامين ، ويحصل خلالها

خلالها المستثمر على كوبون معدله السنوى 9 % ، أما المعدل الذى يطلبه البنك على تلك السندات فهو 12% فما هى قيمة السند ؟

الحل:

$$\text{قيمة السند} = \text{ف}\left(\frac{1}{1+\text{ف}}\right) + (\text{ف} + \text{أ})\left(\frac{1}{1+\text{م}}\right)^{2}$$

$$= 90\left(\frac{1}{1+0.12}\right)^{1} + (1000+90)\left(\frac{1}{0.12}\right)^{2} = 949.1 \text{ جنيه}$$

وهنا يمكن القول بأن المستثمر سوف يقوم بشراء السند إذا كانت القيمة. السوقية له فى سوق الأوراق المالية أقل من أو تساوى القيمة الحالية 949.1 جنيه ، والعكس صحيح بمعنى أن يرفض شراءه لو قيمته السوقية تفوق 949.1 جنيه.

*** فى حالة دفع الفوائد على أساس نصف سنوى**

وهنا لن يختلف أساس التقييم ، وتصبح المعادلة كما يلى :

$$\text{قيمة السند} = \sum_{\text{س}=1}^{2\times\text{ن}} \frac{\text{ف}}{2}\left(\frac{1}{1+\text{م} \setminus 2}\right)^{\text{س}} + \text{أ}\left(\frac{1}{1+\text{م} \setminus 2}\right)^{2\times\text{ن}}$$

أو :

قيمة السند =

$$\frac{\text{ف}}{2}\left(\frac{1}{1+\text{م} \setminus 2}\right)^{1} + \frac{\text{ف}}{2}\left(\frac{1}{1+\text{م} \setminus 2}\right)^{2} + \ldots + \frac{\text{ف}}{2} + \text{أ}\left(\frac{1}{1+\text{م} \setminus 2}\right)^{2\times\text{ن}}$$

* *

الملحق(و)

استخدام حقوق الخيارات والمستقبليات المالية (المشتقات)

تعتبر حقوق الخيارات Option من المكونات الرئيسية لإدارة المحافظ المالية ، وكأنجح الأدوات المالية التى يتم تداولها بصورة منتظمة فى الأسواق المالية الكبرى .

وتقوم عقود حقوق الخيارات بدور مزدوج للمستثمرين ، فهى ملائمة للمستثمرين الذين لا يرغبون فى تحمل مخاطر السوق أو يرغبون فى خفضها إلى الحد الأدنى ، كما أنها مناسبة للمستثمرين الذين يرغبون فى تحمل مخاطر عالية فى سبيل تحقيق دخل عال على رأس المال المستثمر . تلك الأدوار تأخذ طريقها عن طريق أساليب متنوعة . وهذه الأدوات تسمح للمؤسسات باختيار توقيت أحسن لتمويل عملياتهم عند تكلفة أكثر استحسانا ، وتسمح للمديرين بالرجوع عن الاستثمارت المخططة إذا تغيرت الأحوال وأن الاحداث الفعلية لن تصبح كما تُوقّـــع لها أصلا . فعلى سبيل المثال ، يمكن لشركات الطيران إصدار أوامر توريد لطائرات من المصنّع مثل بوينج وتدفع تأمينا ، وهذا الأمر عرضة للالغاء إذا تدهورت أحوال حركة الطيران . ولو أن تلك خطوط الطيران قد تفقد التأمين ، إلا أنه ليس عليها أن تشترى الطائرات التى ستضيف طاقة استيعابية غير مطلوبة والتى ستعمل بخسارة. وفيما يلى تعريفات بحقوق الخيارات وأنواعها ، وهى أحد أدوات المشتقات المالية Derivatives.

فحق الخيار هو عقد مالى يتيح لمشتريه الحق فى شراء أو بيع نوع معين من الأصول المالية بسعر معين فى تاريخ معين ودون أن يكون ملتزما بذلك ، ومن هذا التعريف فحق الخيار له طرفان:

الطرف الاول : وهو بائع الخيار option writer، وهذا الطرف يلتزم ببيع أو شراء الأصل المالى بسعر معين فى تاريخ معين إذا أراد المشترى تنفيذ العقد.

الطرف الثانى : وهو مشترى الخيار option buyer ، وهذا الطرف يملك حق شراء أو بيع الأصل المالى بسعر معين فى تاريخ معين ، ولكنه لا يلتزم بذلك.

كما يتبين أن هناك نوعان من حقوق الخيارات:

حق شراء الأصل المالى Call Option ويعطى لصاحبه الحق فى شراء الأصل المالى فى تاريخ معين بسعر معين.

حق بيع الأصل المالى Put Option ويعطى لصاحبه الحق فى بيع الأصل المالى فى تاريخ معين بسعر معين .

هذا وهناك نوعان من حقوق الاختيار على حسب أسواق التداول لكل منهما:

أ – **حقوق الخيارات الأمريكية** Americam Style Options:
وهذا النوع يُنفَّذ فى أى وقت بعد شرائه ، وذلك حتى تاريخ انتهاء العقد ، أى يرتبط بفترة زمنية معينة هى مدة العقد.

ب **حقوق الخيارات الأوربية** Europeon Style Options :
وهذا النوع يُنفَّذ فقط خلال فترة محددة سلفا قبل انتهاء تاريخ العقد مباشرة (غالبا ثلاثة أيام) ولا يمكن تنفيذ العقد إلا خلال تلك الفترة فقط ، وهذا النوع هو الأكثر شيوعا فى أسواق المال العالمية.

وبعد هذا التعريف بعقود حقوق الخيارات وأنواعها ، يجب أن نحدد كيفية استخدام تلك الحقوق داخل أسواق المال وبالتحديد أسواق الأسهم ، وهى تأخذ شكلين من العقود:

الشكل الاول Stock Option : أى عقود الخيار الخاصة بسهم معين متداول فى الأسواق ، بحيث يتيح هذا العقد لمشتريه الحق فى شراء أو بيع هذا السهم (تبعا لشروط العقد) بسعر معين فى تاريخ معين .

الشكل الثانى Index Option : أى عقود حقوق الخيار الخاصة بمؤشر البورصة فى حد ذاته ، أى أنه يتيح لصاحبه حق شراء أو بيع ورقة مالية معتمدة على حركة مؤشر البورصة فقط بسعر معين فى تاريخ معين.

ومؤشر البورصة يتكون من أسعار بعض أو كل الشركات التى يتم تداولها بصورة مستمرة فى البورصة ، ويتغير حسب تغير تلك الأسعار بصورة يومية داخل البورصة. فالمؤشر يمكن اعتباره ورقة مالية تضم حزم محددة من الأسهم التى يتم تداولها فى السوق ، وهذا فى واقع الأمر يمثل تداول محفظة أوراق مالية مماثلة تماما لمجموعة الأسهم التى يتم حساب المؤشر على أساسها وبنفس النسب. وبهذا يمكن استخدام هذا المؤشر كورقة مالية واحدة بدلا من استعماله على نوع واحد من الاسهم.

ويتشابه إستعمال الشكلين السابقين من عقود الخيارات ، والاختلاف الاساسى هو أنه عند التنفيذ الفعلى لعقد حقوق الخيارت ، فإن مشترى عقد حقوق الخيار **الخاص بالأسهم** ، يقوم ببيع أو شراء الأسهم بالفعل عند الاسعار المحددة مسبقا ، أو يقوم بالتسوية المالية على حسب أسعار تلك الاسهم . أما مشترى عقد الخيار **الخاص بالمؤشر** فهو يتسلم فقط فرق التسوية المالية بين نقاط المؤشر الفعلية فى السوق وبين نقاط المؤشر التى يتم بها التنفيذ فى العقد. وسوف يتم توضيح ذلك من خلال شرح الاستراتيجيات المختلفة للنوعين السابقين.

استراتيجيات حقوق الخيارات داخل أسواق المال

وكما ذكرنا فإن استعمال حقوق الخيارات يكون بهدفين ، إما تخفيض المخاطر إلى أدنى درجة ، أو الرغبة فى الحصول على أعلى عائد ممكن من خلال تحمل قدر أكبر من المخاطر . وفى هذا الاطار يمكن أن نتبين ثلاثة أنواع من عقود الخيارات :

1- **At-The-Money-Option**: وهذا النوع من عقود الخيار ، يكون سعر التنفيذ الخاص به Strike price مماثلا تماما للسعر الحالى السائد فى السوق، وذلك للأسهم التى ينصب عليها هذا العقد . فعلى سبيل المثال ، إذا كان سعر السهم المسحوب عليه حق الاختيار هو 10 جنيهات فى تاريخ تحرير العقد ، فإن سعر التنفيذ يكون أيضا 10 جنيهات (بعد مضى فترة العقد، أى فى تاريخ التنفيذ) ، وبالتالى فهذا النوع يناسب المستثمرين الذين يرغبون فى تحمل مخاطر الارتفاع أو الانخفاض ، لكن بصورة محدودة، فعند الحصول على حق خيار الشراء ، فإن المستثمر يتوقع ارتفاع هذه الاسهم، وعند الحصول على حق خيار البيع ، فإن المستثمر يتوقع انخفاض هذه الاسهم عن الاسعار السائدة فى السوق.

2- **In-The Mony-Option**: وهذا النوع من عقود الخيارات يحمل قيمة مغايرة للقيمة السائدة فى السوق وقت شراء العقد ، حيث توجد هنا قيمة للعقد نفسه تمثل فروقا بين السعر السائد فى السوق وسعر التنفيذ . هذه القيمة تكون فى مصلحة المستثمر الذى يقوم بشراء العقد.

ففى حالة حصول المستثمر على عقد خيار لشراء الاسهم Call Options فإن سعر الاسهم فى السوق وقت تحرير العقد يكون أعلى من سعر التنفيذ (فى تاريخ تنفيذ العقد) ، وبالتالى يحصل المستثمر على فرصتين للحصول على مكاسب مادية ، **الاولى** فى حالة ثبات الاسعار أو ارتفاعها خلال فترة العقد ، فإنه يستطيع شراء الاسهم بسعر أقل من سعر السوق ،

والثانية في حالة انخفاض اسعار تلك الاسهم ، ولكن بقدر لا يتجاوز السعر المحدد فى العقد فإنه يستطيع أيضا الشراء والحصول على مكسب مادى.

وفى حالة عقد الخيار لبيع الاسهم Put Options فإن سعر الاسهم فى السوق وقت تحرير العقد يكون أقل من سعر التنفيذ . ذلك أيضا يتيح للمستثمر فرصا إضافية للحصول على مكاسب مادية، وبالتالى فهذا النوع من العقود يلائم المستثمرين الذين يرغبون فى تجنب أكبر قدر من المخاطر .

3- **Out-of-the Money-Option** : وهذا النوع من عقود الخيارات يحمل قيمة مغايرة للقيمة السائدة فى السوق وقت تنفيذ العقد ، لكنها فقط قيمة زمنية Time Value . ففى حالة عقد الخيار لشراء الاسهم Call Options يكون سعر السهم فى السوق وقت تحرير العقد أقل من سعر التنفيذ (بعد مضى فترة زمنية معينة هى مدة العقد) ، وفى حالة عقد الخيار لبيع الاسهم Put Options يكون سعر الاسهم فى السوق وقت تحرير العقد أعلى من سعر التنفيذ. ذلك لأنه من الطبيعى فى حالة رغبة المستثمر فى الحصول على عقد خيار لشراء الاسهم يكون توقعه أن الاسهم سوف تزيد قيمتها بصورة كبيرة ، وفى حالة رغبة المستثمر فى الحصول على عقد خيار لبيع الاسهم يكون توقعه انخفاض هذه الاسهم بصورة كبيرة. لذلك فإن هذا النوع من عقود الخيارات يناسب المستثمرين الذين يرغبون فى تحمل مخاطر كبيرة مقابل الحصول على فائدة أعلى إذا صدقت توقعاتهم . وبعد هذا البيان عن أنواع العقود ، يمكننا تنفيذ عدة استراتيجيات بواسطة تلك العقود:

الاستراتيجية الاولى : تغطية سهم من المخاطر ، عن طريق شراء Stock Put Option، وهى تتشابه إلى حد كبير مع التأمين على السهم ضد الانخفاض ، فالمشترى لهذا عقد الخيار يؤمن ويأمل فى عدم حدوث هذا الانخفاض ، بالتالى عدم استعمال هذا الحق. والمثال التالى يبين تلك الحالة :

يمتلك أحد مديرى الاستثمار اسهم شركة معينة S قيمتها 1.5 مليون جنيه، ويرغب فى الحد من مخاطر الانخفاض الذى يتوقعه على هذه الاسهم

فى المدى القصير (ثلاثة شهور) ، ولكن فى الوقت نفسه لا يريد التخلى عن فرصة ارتفاع قيمة الاسهم إذا حدث ذلك الارتفاع.

فى هذه الحالة تبين أن مدير الاستثمار إما : (1) لا يرغب فى تحمل مخاطر عالية ، وبالتالى يلجأ إلى At-The-Money Option أو (2) أن يكون راغبا فى تحمل مخاطر عالية عن طريق استخدام Out-of-TheMoneyOption

الحالة الاولى:

حيث مدير الاستثمار لا يرغب فى تحمل مخاطرة عالية ، وبالتالى يرغب فى ألا تتجاوز قيمة الانخفاض فى الاسهم S أكثر من 4 % فقط من القيمة السوقية لها ، وبالتالى يلجأ إلى شراء At -The-Money Option. وفيما يلى البيانات الضرورية لتلك الحالة.

- قيمة الاسهم 1.5 مليون جنيه
- عدد الاسهم 1000 سهم
- قيمة السهم السوقية 1500 جنيه
- تكلفة حق اختيار البيع للسهم الواحد عند سعر تنفيذ 1500 جنيه At -The-Money Option = 44 جنيه
- العقد يتضمن اختيار بيع لـ 5 أسهم ، وتكون تكلفة العقد الواحد 44 × 5 = 220 جنيه
- عدد العقود التى يحتاج إليها مدير الاستثمار للقيام بعملية تخفيض المخاطر

= قيمة الاسهم ÷ (عدد اسهم الخيار × سعر السهم)

= 1.500.000 ÷ (1500×5)

=200 عقد

- إجمالى تكلفة العقود = 200 × 220 = 44000 جنيه

وهذه التكلفة يتحملها مدير الاستثمار ، سواء قام بتنفيذ العقد أم لا. ويلاحظ أنه سوف يتم تنفيذ عقود الخيارات إذا انخفض سعر السهم السوقى عن سعر تنفيذ العقد. هذا ويبين الجدول التالى رقم (3) الاحتمالات الممكنة لقيمة السهم.

جدول رقم (3)

معدل التغير فى سعر السهم (1)	السعر السوقى للسهم تبعا لهذا التغير (2)	المكسب أو الخسارة فى عملية شراء الخيار (3)	المكسب أو الخسارة فى قيمة الاسهم (4)	اجمالى المكسب أو الخسارة (3)-(4) (5)	% التغير فى قيمة الاستثمار (5) \1.5مليون (6)
..........................جنيه..........................					
+20%	1800	44.000– لن يتم التنفيذ	300.00+	256.000	256 ألف / 1.5 مليون = 17.07
+10%	1650	44.000– لن يتم التنفيذ	150.000+	106.000	106 ألف / 1.5 مليون = 7.07
صفر	1500	44.000– لن يتم التنفيذ	صفر	44.000–	44 ألف / 1.5 مليون = 2.93-
–10%	1350	106.000*	150.000–	44.000–	44 ألف / 1.54 مليون = 2.93-
–20%	1200	256.000	300.000–	44.000–	44 ألف / 1.5 مليون =2.93-

* سوف يتم التنفيذ وتباع الاسهم بنقص 150.000 جنيه عن القيمة السوقية وتخصم منها تكلفة عقود الخيار وهى 44.000 جنيه.

ويلاحظ على هذا الجدول أنه فى حالة ارتفاع القيمة السوقية للسهم ، فلن يتم تنفيذ العقد ، وبالتالى فسوف يتحمل المستثمر خسارة ثابتة مقدارها 44.000 جنيه هى قيمة عقد الخيار . فى حين أن المكسب سيزداد كلما زادت قيمة السهم، أى أن الخسائر هنا محددة و المكسب غير محدد.

وفى حالة انخفاض القيمة السوقية للسهم ، فإن العقد سوف يتم تنفيذه ، وسوف يكسب المستثمر من عقود الخيار ما يساوى الفرق بين السعر السوقى

وسعر التنفيذ مخصوما منه تكلفة الخيار . وبالتالى يلاحظ فى هذا الجدول أن الخسائر لا تتعدى فى أسوأ الحالات 2.93 % من قيمتها المنخفضة.

أما فى الحالة الثانية :

حيث المستثمر يرغب فى تحمل مزيد من المخاطر ، فسيقوم بشراء نفس العدد من عقود الخيار ولكن بنوع Out-Of-Money Option (سعر التنفيذ 1400 جنيه) وذلك بتكلفة 11 جنيه لكل سهم، أى55 جنيه لكل عقد. وتكون تكلفة العقود فى هذه الحالة 55×200 =110.000 جنيه. وتكون الحالات المختلفة لقيمة السهم كما يلى فى الجدول رقم (4).

جدول رقم (4)

معدل التغير فى سعر السهم	السعر السوقى للسهم تبعا لهذا التغير	المكسب أوالخسارة فى عملية شراء الخيار	المكسب أو الخسارة فى قيمة الاسهم	اجمالى المكسب أو الخسارة (3)-(4)	% التغير فى قيمة الاستثمار (5) \1.5مليون
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
..............................جنيه..............................					
20+	1800	11.000-	300.000	289.000	289 ألف / 1.5 مليون = 19.27
10+	1650	11.000-	150.000	139.000	139 ألف / 1.5 مليون = 9.27
صفر	1500	11.000-	صفر	11.000-	11 الف / 1.5 مليون = 0.73-
%10-	1350	-1000 (150) 11.000 139.000=	150.000 -	11.000-	11 الف / 1.5 مليون = 0.73-
%20-	1200	-1000 (300) 11.000 289.000=	300.000-	11.000-	11 الف / 1.5 الف = 0.73 -

ويلاحظ هنا أن مدير الاستثمار وصل إلى هدفه فى ألا تتعدى الخسارة 4 % فى حالة عدم الرغبة فى تحمل مخاطر عالية أو 8 % فى حالة الرغبة فى ذلك.

الاستراتيجية الثانية: إصدار عقود حقوق خيار لشراء الاسهم لتغطية المركز المالى:

مثال : يحتفظ أحد مديرى الاستثمار بأسهم قيمتها 1.5 مليون جنيه (1000 سهم بقيمة السهم 1500 جنيه) ويرغب فى تركها فترة زمنية لأنه من المتوقع أن ترتفع قيمة هذه الاسهم . لكنه يفترض أنه فى المدى القصير فإن هذه الاسهم سوف تتجه نحو الثبات النسبى أو الانخفاض المحدود ، بالتالى فهو يحاول من ناحية ، تغطية مركزه جزئيا عند حدوث انخفاض فى سعر السهم، ومن ناحية أخرى يقوم بزيادة العائد بدرجة محسوبة إذا ما إرتفع سعر السهم. أى أن الاستراتيجية هنا هى إصدار عقود خيار لشراء الاسهم يقوم المستثمر ببيعها . وفيما يلى البيانات الضرورية لتلك الحالة:

قيمة الأسهم 1.5 مليون جنيه عدد الاسهم 1000 سهم

قيمة السهم السوقية 1500 جنيه

سعر بيع الخيار Out of Money Option لشراء الأسهم 20 جنيه للسهم (عند سعر تنفيذ 1600)

سعر بيع الخيار At- The- Money Option لشراء الأسهم 50 جنيه للسهم (عند سعر تنفيذ 1500)

- عدد العقود اللازمة للبيع 200 عقد، وكل عقد يتضمن خيار شراء لـ 5 أسهم .
- قيمة بيع العقود Out of The Money = $20\times5\times200$= 20.000 جنيه
- قيمة بيع العقود At- The- Money = $50\times5\times200$= 50.000 جنيه

ويلاحظ فى حالة رغبة المستثمر فى تحمل مخاطر عالية ، فإنه يقوم بإصدار عقود Out of The Money Option ، وفى حالة رغبة المستثمر فى **عدم** تحمل مخاطر عالية فإنه يقوم باصدار عقود At- The- Money Option

الحالة الاولى:

حيث لا يرغب مدير الاستثمار فى تحمل مخاطر عالية ، ولذلك يصدر عقود At- the- Money (عند سعر تنفيذ 1500 جنيه) . وفيما يلى الجدول رقم (5) حيث يبين وضع المستثمر فى هذه الحالة.

جدول رقم (5)

معدل التغير فى سعر السهم % (1)	السعر السوقى للسهم تبعا لهذا التغير (2)	المكسب أوالخسارة فى عملية بيع الخيار (3)	المكسب أو الخسارة فى قيمة الاسهم (4)	اجمالى المكسب أو الخسارة (3)-(4) (5)	% التغير فى قيمة الاستثمار (5) \1.5مليون (6)
..............................جنيه..............................					
%20+	1800	250.000-	300.000+	50.000+	50 ألف / 1.5 مليون = 3.33
%10+	1650	100.000-	150.000+	50.000+	50ألف / 1.5 مليون =3.33
صفر%	1500	50.000+	صفر	50.000+	50ألف / 1.5 مليون = 3.33
%10-	1350	50.000+	150.000-	- 100.000	100ألف / 1.5 مليون = 6.67 -
%20-	1200	50.000+	300.000-	- 250.000	250 ألف / 1.5 مليون = 16.63-

وبالتالى فإذا كان السوق ضد توقعات المستثمر وانخفض بمقدار كبير ، فإن الخسائر سوف يتم خفضها فى جميع الأحوال بمقدار 50.000 جنيه ، أما

إذا ثبت السوق أو ارتفع فإن المستثمر يوف يحصل على عائد ثابت على الاستثمار معروف مقدما ، وهو فى الحالة حوالى 3.33 %.

الحالة الثانية :

حالة رغبة المستثمر فى تحمل مخاطر عالية ، وبالتالى يقوم باصدار عقود Out-of- The Money (عند سعر تنفيذ 1600 جنيه) . وفيما يلى الجدول رقم (6) الذى يبين وضع المستثمر .

جدول رقم (6)

معدل التغير فى سعر السهم % (1)	السعر السوقى للسهم تبعا لهذا التغير (2)	المكسب أو الخسارة فى عملية بيع الخيار (3)	المكسب أو الخسارة فى قيمة الاسهم (4)	اجمالى المكسب أو الخسارة (3)-(4) (5)	% التغير فى قيمة الاستثمار (5) \1.5مليون (6)
............................جنيه............................					
%20+	1800	180.000-	300.000+	120.000	8+
%10+	1650	30.000-	150.000+	120.000	8+
صفر%	1500	20.000+	صفر	20.000	1.33+
%10-	1350	20.000+	150.000-	130.000-	8.67-
%20-	1200	20.000+	300.000-	280.000-	18.67-

وهنا المستثمر بتحمله مخاطر عالية نسبيا ، استطاع أن يحتفظ لنفسه بعائد عال نسبى عن المحفظة المالية فى حالة اتجاه السوق نحو الارتفاع ، أما فى حالة الانخفاض فقد استطاع تخفيض قيمة الخسارة بمقدار 20.000 جنيه فى جميع الاحوال .

الهامش margin:

تم الحصول على مكاسب قدرها 50.000 جنيه من بيع الخيار ،وفى الوقت نفسه تم بيع أسهم بأقل من سعر السوق بـ 20% ، أى بخسائر تقدر بـ 300 جنيه للسهم × 1000 سهم = 300.000 جنيه ، أى أن اجمالى ناتج عملية بيع عقد الخيار بمفردها هو - 250.000 جنيه.

المصدر : سوق الخيارات فى أسواق المال ، الاهرام الاقتصادى ، 4 أغسطس 1997 ، عن المصرف العربى الدولى – الادارة العامة للبحوث الاقتصادية والاحصاء السنة 15 ، العدد الثانى ابريل – يونيه 1997)

*

هذا وعالم المشتقات مملوء بالالغاز ، وهنا ترجمات لأهمها :

عقد آجل Forward : وهو عقد يُلزم مستخدمه بشراء أو بيع الاصل ، وليكن مثلا إذن خزانة ، أو ذهب أو دولارات – عند سعر معين فى تاريخ معين فى المستقبل . ومعظم تلك الآجلات مستخدمة فى الصفقات الخاصة بين طرفين.

عقد مستقبلى Future : وهو عقد آجل يجرى التعامل عليه فى البورصة .

مقايضة Swap: وهو عقد يتم من خلاله تبادل طرفين لتدفقات نقدية مرتبطة بأحد الأصول asset أو الخصوم Liability . فمثلا ، مؤسستان إحداها ذات قرض بمعدل ثابت للفائدة على مدى عشر سنوات ، والأخرى ذات قرض مماثل بمعدل متغير للفائدة على نفس المدى الزمنى ، يمكن أن يتفقا على تبادل التزامات الآخر ، لكى تدفع المؤسسة الأولى سعر الفائدة المتغير والثانية تدفع سعر الفائدة الثابت.

- **الخيار** An Option : هو عقد يعطى المشترى الحق وليس الالتزام ، لبيع أو شراء أصل معين asset عند سعر معين ، فى تاريخ معين أو قبله . بينما العقود الآجلة ، والمستقبليات والمقايضات هى توكيدات ارتباطية،

والخيار هو شكل من التأمين . فالمشترى يمكن أن يُجبر بعلاوة ضخمة ، والتى تفقد إذا لم يستخدم هذا الخيار "يمارس"

- **خارج البورصة** Over-the-counter : وهو مشتق لا يجرى تبادله فى البورصة، ولكن يُشترى من ، ولتقل ، من بنك استثمارى . ذلك يمكن أن يكون أكثر مرونة من العقود التى تتم عن طريق البورصة ، وأحيانا تتضمن منقولات transfers ذات مخاطر غير عادية ، يحققها البنك الذى يربط مقايضات متنوعة من عقود آجلة ومستقبليات عن طريق البورصة ، وخيارات للوفاء بالضبط باحتياجات المشترى.
- **رافعة** leverage : وهى كمية المال التى يضعها المشتق derivative فى مخاطرة أكبر من العربون down payment عندما يجرى التعامل عليه، ومدى الرافعة فى المشتق ليس دائما واضحا.

هذا ولو أن بعض المشتقات معقدة وتثمينها يمكن أن يتطلب درجة الدكتوراه فى الرياضيات ، فقليل من الاسئلة البسيطة يمكن أن تؤسس الآثار الممكنة لأى منها. هل المشتق يتضمن توكيدات إرتباطية binding commitment لدفع أو استلام مدفوعات ؟ وإذا كان الامر كذلك ، فما هى الظروف التى ستجعل هذا التوكيد مؤلما ؟ وإذا كان هذا المشتق يعطى حقا right ، ولكن ليس إلزاما ، فما هو السياق الذى يتقبل معه ممارسة هذا الحق؟

والجديد بخصوص المشتقات فى السنوات منذ عهد قريب ، هو حجم تجارتها ، والاختيار الواسع للمنتجات ، والعدد المتزايد وتنوع مستخدميها ، ومدى الأغراض التى من أجلها تُستخدم .

المصدر : مجلة الايكونومست ، 10 فبراير 1996، صفحة 6)

الفرق بين الأسهم والمشتقات

1- وعلى غير الاسهم العامة فليس هناك عدد ثابت من الخيارات ، فعدد الخيارات يعتمد على عدد المشترين والبائعين.

2- وعلى غير الاسهم العامة فليس هناك شهادات كدليل على الملكية. فالاقرارات المطبوعة من قبل مؤسسات السمسرة المالية تبين ملكية الخيارات .

3- أن الخيار هو أصل مُبدَّد، فإذا لم يباع أو نُفّذ قبل انتهاء صلاحيته فيصبح لا قيمة له، ولذلك يفقد حائزه سعر الشراء بالكامل.

من يشترى الخيارات ؟

إن الخيارات لها محاسن محددة. أولا ، أن أقصى خسارة يحدُها العلاوة المدفوعة للخيار . والتعرض الأقصى للخسارة مُحدد مقدما فى حالة تحرك ورقة الخيار المالية ضد التوقعات . إضافة لذلك فالخيارات يمكن أن تنتج ارباحا سريعة بقليل من رأس المال المستثمر وأخيرا فالخيارات مرنة ويمكن ربطها مع استثمارات أخرى لحماية الاوضاع وتحقيق الارباح .

إلا أنه ، فقط هؤلاء المستثمرين ذى الاهداف الاستثمارية الواضحة بدقة ولهم خطة لتحقيق تلك الاهداف ،عليهم المتاجرة فى الخيارات . والمتاجرين الناجحين فى الخيارات يبحثون بعمق فيها ، ويتفهمون استراتيجيتها ، ويتابعون عن قرب سوقها بصفة يومية. ويمكن الحصول على مواد توضيحية خاصة بتجارتها من موقع(www.cboe.com) على شبكة الانترنت.

*

العقود المستقبلية المالية

Financial Futures

العقد المستقبلى هو اتفاقية بين بائع ومشترى ، على الترتيب – لتسليم وتسلم سلعة أو ورقة مالية فى تاريخ معين مستقبلى ، والمستقبليات المالية هى عقود مكتوبة بخصوص أوراق مالية ، عملات نقدية ، أو مؤشرات أسهم Stock indexes (مرتبطة بمؤشر البورصة) . وعلى غير السلع المستقبلية ، فالتسليم لا ينطوى على سلعة مادية physical commodity ، ولكن يُحتاج إلى الأوراق المالية والنقد فى أى تسليم متطلب لاستيفاء العقد.

فالمقرضون ، والمقترضون ، والمستثمرون وآخرون يحمون استثماراتهم بالتحوط باستخدام المستقبليات المالية . فالمؤسسات والأفراد يمكنهم اتخاذ مواقف فى سوق المستقبليات لحماية المكاسب التى حققوها فى السوق النقدى ، والمضاربون يمكنهم أيضا من استخدام المستقبليات للتربح من تغيرات متوقعه فى أسعار الفائدة ، أو معدلات تبادل العملات الاجنبية أو التحركات فى سوق الأوراق المالية . ومع ذلك ، فمن الضرورى الحذر ، فهذا السوق شديد المضاربة ، ويجب أن يخصص له نسبة صغيرة فى المحفظة المالية الاستثمارية . و كقاعدة عامة ، فالمستثمرون الصغار عليهم أن يتجنبوا الاسواق المستقبلية لتجنب فقد المال .

تطور سوق المستقبليات المالية

بدأت تجارة المستقبليات السلعية Commodities futures فى الولايات المتحدة الامريكية فى منتصف القرن التاسع عشر ، أساسا لتدنية تقلبات العرض والطلب الموسمى للمنتجات الزراعية . ومنذ هذا الوقت ، فقد نمت تلك المستقبليات إلى سوق هائلة للمضاربة والتحوط من قبل العديد من المشاركين المتباينين . ومن هذه المستقبليات المواكبة فى هذه الفترة ، ما

يخص المعادن الثمينة ، العملات الاجنبية ، وآليات نقدية أخرى monetary vehicles. وظهر سوق المستقبليات لسندات خزانة الحكومة الامريكية ، عام 1977 . والقبول العريض واستخدام هذه الادوات ، قاد إلى تقديم مستقبليات ممثلة لأدوات مالية متنوعة ، على سبيل المثال ، أذون الخزانة ، والعديد من مؤشرات الأسهم indexes . وتمثل غرف المقاصة كطرف ثالث وضامن لكل الصفقات، ملغية الحاجة إلى معرفة البائعين والمشترين لبعضهم البعض. وبينما المستقبليات هى التزام ببيع أو شراء عند نقطة ما فى المستقبل ، فتسليم الأداة المشار إليها نادرا ما يحدث.

وبحلول عام 1999 مثلث المستقبليات المالية ما يزيد على 65 % من كل الصفقات المستقبلية فى الولايات المتحدة الامريكية . وبناء على تلك الأرقام، يتضح أن المستقبليات المالية تفى بحاجة هامة .

رياضيات صفقات المستقبليات المالية

ربما أكثر من أى شكل من المضاربة أو الاستثمار ، فالمكاسب والخسارة فى صفقات المستقبليات ، ذات رافعة مالية عالية highly leveraged . وحقيقة القول ، ففقط كمية صغيرة من النقد (تسمى هامش) متطلبة لشراء أو بيع عقد مستقبليات . وكلما صغر الهامش مقارنا بقيمة عقد المستقبليات ، كلما عظمت الرافعة المالية . فعلى سبيل المثال ، إفترض أنه فى ضوء توقع ارتفاع اسعار الاسهم ، يشترى احد المستثمرين عقدا مؤشرا واحدا مستقبليا يونيو S&P 500 فى الوقت الذى يكون فيه مؤشر يونيو يجرى التعامل عليه بسعر 1300. و إفترض أيضا أن المتطلب المبدئى للهامش هو 23.000 دولار . ولأن قيمة عقد المستقبليات هى 250 دولار مضروبة فى المؤشر، فكل نقطة تغير واحدة فى المؤشر تمثل 250 دولار مكسب أو خسارة . فزيادة فى المؤشر من 1300 إلى 1392 سيضاعف الوديعة الهامشية 23.000 دولار ، وأن تناقصه من 1300 إلى 1208 سيلغى

الهامش . وكل ما يستوجبه الأمر هو 7% تغير فى مؤشر الاسهم لانتاج 100 % مكسب أو خسارة . والمتطلبات المنخفضة للهامش تزيد بحدة المكسب أو الخسارة الكامنة . والشركات تستخدم الرافعة المالية لزيادة الدخل، فكمثل الافراد يستخدمون الدين لزيادة الموارد المتاحة لتوليد أرباح مستقبلية. و الرافعة تكون ناجحة طالما أن المال المقترض ينتج عائدات أكبر من الفائدة المقتضاه على الدين الاضافى الحادث. إلا أن الدين يتضمن مخاطرة لأن الشركة تلزم نفسها بدفع فوائد ثابتة ، والشركة التى لا تستطيع أن تفى بسداد الفائدة تصبح غير مسيِّلة insolvent . ويمكن الحصول على مزيد من المعلومات عن المستقبليات، من موقع بورصة شيكاغو على الانترنت www.cbot.com أو www.cme.com.

الرافعة المالية

Financial Leverage

وهى استخدام الدين لتضخيم العائدات . ويحاول المضاربون مضاعفة العائدات باستكمال أرصدتهم الخاصة بأرصدة مقترضة . ويمكن إنشاء الحساب الهامشى لاستخدام الرافعة المالية فى الاستثمار فى الأسهم وأوراق مالية أخرى . وطبقا للقواعد الجارية ، فالمتطلب المبدئى (العربون) للحساب الهامشى على الأسهم هو 50 % . لذلك فلشراء أسهم بما قيمتها 20.000 جنيه فعلى المستثمر أن يدفع مقدما 10.000 جنيه نقدا ، والباقى يمكن اقتراضه من مؤسسة السمسرة . وطبيعيا ، فالرافعة المالية هى طريق ذو اتجاهين لأنها تضخم الخسائر وأيضا المكاسب، والمثال التالى يبين كيفية عمل الرافعة المالية.

افترض أن شركة ABC لديها ما قيمته 1.000.000 جنيه كاجمالى أصول ، وأن هيكل رأسمالها (خصوم + حقوق المساهمين) يتكون من 60 % دين ، 40 % حقوق مساهمين.

أصول	1.000.000	جنيه
خصوم	600.000	جنيه
حقوق مساهمين	400.000	جنيه

وأن تكلفة الدين 10% ومتوسط معدل الضريبة 40 %. فإذا تكسبت شركة ABC دخلا قدره 200.000 جنيه ، وعائد حقوق المساهمين هو 21 % محسوب كالآتى:

الدخل التشغيلى	200.000 جنيه
منقوصا منه نفقة الفائدة	(60.000)
الدخل قبل الضريبة	140.000
منقوصا منه نفقة الضريبة	(56.000)
صافى الدخل	84.000

$$\frac{\text{صافي الدخل}}{\text{حقوق المساهمين}} = \frac{84.000}{400.000} = 21\ \%$$

فإذا زاد صافى دخل الشركة بـ 20 % إلى 240.000 جنيه ، فالعائد على حقوق المساهمين يزيد من 21 % إلى 27 % أى بزيادة قدرها 29 % ، حسبت كالآتى :

الدخل التشغيلى	240.000	جنيه
منقوصا منه نفقة الفائدة	(60.000)	
الدخل قبل الضريبة	180.000	
منقوصا منه نفقة الضريبة	(72.000)	
صافى الدخل	108.000	

$$\frac{\text{صافي الدخل}}{\text{حقوق المساهمين}} = \frac{108.000}{400.000} = 27\ \%$$

أى فى كلمات أخرى ، فزيادة قدرها 20 % فى الدخل تنتج زيادة فى حقوق المساهمين قدرها 29 %. وفى هذه الحالة ، فالرافعة المالية تعمل لصالح الحائزين على الأسهم . وحيث أن الفائدة هى نفقة ثابتة ، والدخل المتولد باستخدام الدين هو أزيد من نفقة الفائدة الحادثة ، فالمنفعة تؤول إلى حائزى الأسهم.

وعكس ذلك ، فالرافعة المالية يمكن أن تضر حملة الأسهم . افترض أن شركة ABC يهبط دخلها بنسبة 20 % إلى 160.000 جنيه ويهبط العائد على حقوق المساهمين من 21 % إلى 15 % أى بنقصان قدره 29 %.

الدخل التشغيلى	160.000 جنيه
منقوصا منه نفقة الفائدة	(60.000)
الدخل قبل الضريبة	100.000
منقوصا منه نفقة الضريبة	(40.000)
صافى الدخل	60.000

$$\frac{\text{صافى الدخل}}{\text{حقوق المساهمين}} = \frac{60.000}{400.000} = 15\ \%$$

وفى هذه الحالة ، فنقصانا قدره 20 % فى دخل الشركة يخفض العائد على حقوق المساهمين بـ 29 % ، موضحا بذلك أن الدين الحادث يخلق فرصا ومخاطرة اضافية . والشركات ذات الروافع المالية العالية يمكن أن يكون الاستثمار فيها ذا مخاطرة ، خاصة عندما يكون الاقتصاد فى حالة تقلص.

* * *

الملحق (ز)

الانـــدمـــاج والاســتحـــواذ

Mergers and Acquisition

الاندماج هو توليفة من شركتين أو أكثر . وهناك طرق عديدة مختلفة لاحداث **اندماج** أو **توليفة** بزنس . ذلك يتضمن أساسا إما الاستحواذ على اسهم stock ، أصل رأسمالى ، أو توليفة منهما. وفى حالة الاستحواذ على الاسهم ، فالشركة المستحوذة تتحصل على مصلحة حاكمة controlling فى الاسهم التصويتية voting stock للشركة المستحوَذ عليها واستيعابها absorbs . وفى الاستحواذ على الاصل الرأسمالى ، فالشركة المستحوذة تشترى مباشرة أصول الشركة المستحوَذ عليها . والاندماج غالبا ما يرتبط مع الاستحواذات ويرمز لهما بـ M &A . وعندما تُستخدم السيطرة العدوانية takeover فى إطار الاندماج والاستحواذ ، فهو يتضمن أن ادارة الشركة المستحوذ عليها تعارض الاستحواذ.

تقديم العطاء Tender offer

ويعنى به العرض على كل حملة اسهم الشركة لشراء أسهمهم . ويحدد العرض العدد المحدد من الأسهم ، السعر ، والنطاق الزمنى الذى يسرى خلاله العرض. وقد يأتى العرض من الشركة ذاتها أو من شركة أخرى أو مجموعة استثمارية. والعطاء المقدم لحملة الأسهم الحاليين من خارجها ، عادة ما يكون طرفا من سيطرة عدوانية hostile takeover . وعرض الشراء يكون ساريا فقط لفترة تمتد حتى أسابيع عديدة . ولحملة الأسهم حق الخيار لبيع أو تقديم أى أو كل الأسهم التى يمتلكونها. وسعر العطاء المقدم عادة ما يكون أعلى جذريا من السعر الجارى لتشجيع حملة الأسهم على البيع . وسيزداد سعر السهم استجابة للعطاء المقدم ، ولكن سيستقر عند مستوى أقل

قليلا من السعر المقدم فى العطاء ، وتظهر هذه الفجوة بسبب وجود إمكانية لأن تفشل هذه السيطرة.

المصطلح الفنى للسيطرة

لقد أحدث هوس السيطرة لغة نابضة بالحياة مستخدمة فى الأخبار المالية. وتصف العديد من هذه المصطلحات جهود الشركات لصد المغيرين على الشركة.

لماذا تندمج الشركات؟

تفعل بعض الشركات ذلك لاعتقادها أن التوليفة ستجلب نموا وثباتا أسرع لمكتسبات السهم لكل من الشركتين ، ويمكن غالبا تحقيق النمو بتكلفة أقل ومخاطرة أقل من البدء من الصفر. فإذا استطاع مشترى جذاب أن يمدد بمنتجات جديدة وسعة انتاجية جديدة ، وجعل ذلك متاحا ، فالاندماج قد ينتج بسرعة النتائج المرغوبة.

فمؤسسة قد تكون بها نسبة (D/C) عالية ، قد ترغب فى إحضار موازنة أحسن لهيكل رأسمالها ، فطريقة سريعة لتضبيط الهيكل الرأسمالى لها هو فى الاستحواذ على مؤسسة ذات قاعدة من الدين المنخفض لكى تخفّض من نسبة (D/C) إلى مستوى أكثر قبولا.

كما أن هناك مزايا فى الاستحواذ على شركات أخرى منها مهارات إدارية معينة غير متاحة فى نفسها ، أيضا تكلفة إقامة نظم توزيعية إقليمية جديدة قد تكون باهظة لا يقدر عليها. فذلك ، لماذا لا يُستحوذ على مؤسسة ناجحة تعمل فى الإقليم الذى ترغب التوسع فيه؟ ليس فقط ستكسب قوة عمل مبيعات جديدة ، بل أيضا محو منافسة مسبقة مع الشركة المستحوذة وتحقيق الوصول الفورى إلى سعة انتاجية إضافية . والمؤسسة المستحوذة قد يكون لديها أرصدة زائدة للاستثمار ولكنها لا تجد فرصا كافية للنمو ، وجزئيا يمكن أن يرجع ذلك إلى أنها مقتربة من مرحلة النضج ، وكنتيجة لذلك ، فقد تبحث عن مؤسسات مُستهدَفة للاندماج معها والتى لها مرتقبات نمو جوهرية.

والتبرير قد يكون فى أن الشركة المستهدَفة (t) لها ربحية أحسن من الشركة المستحوذة (a) لأن الشركة المستهدفة (t) وبها $ROE_t - k_t$ أكبر من $ROE_a - k_a$ للشركة المستحوذة (حيث K : تكلفة رأس المال ، ROE : العائد على الاستثمار) ، وقد يقولّ أن هذه الزيارة النقدية يجب أن تُدفع كتوزيعات لحملة الأسهم فى الشركة المستحوذة ، تذكّر أن التوزيعات النقدية فى النظام الامريكى تخضع للضرائب . وقد تستخدم المؤسسة النقد فى الحصول على أسهم من السوق المفتوح، وتتفاوض على صك stock deal مع الشركة المستهدفة ، وبهذه الطريقة ، لا تفرض ضرائب على حملة الأسهم، وأن 70 % من التوزيعات المدفوعة من ناحية الشركة المستهدفة مستبعدة من الضرائب .

وفى بعض الأحيان ، هناك مزايا تكنولوجية فى الاندماج ، فمثلا مُصنّع للكمبيوتر قد يأخذ فى اعتباره الاستحواذ على البرمجة التطبيقية software للشركة الأخرى لإثراء تسويق منتجاته وكسب مزية تنافسية.

ثم هناك الفوائد للفعل الاتحادى الناتجة عن اقتصاديات الحجم ، مبيعات أعلى من تحسن فى الميزات التنافسية ، وتكلفة أقل نتجت من كفاءة أعلى ومحو الازدواج فى أقسام الشركة. وأكثر تحديدا - فالشركة الاندماجية تستفيد من قاعدة أكبر للتكاليف الثابتة ، التى قد تساعدها فى تخفيض تكلفة الوحدة ، فمثلا أقسام الكمبيوتر والمحاسبة للشركتين ممكن توحيدهما فى قسم واحد ، وهذا يمكنها من محو الازدواج ، وتخفيض تكاليف التشغيل لكل وحدة. ومهام العاملين والاداريين الزائدة يمكن إزالتها ، وقد يمكن توليد مدخرات على المستوى الرئاسى للشركة. هذا بالإضافة إلى أن الاندماج قد يقلل من تقلب المكتسبات ، فمثلا ، توحيد العمليات للشركتين التى مكتسباتها تخضع لتحركات متوازية CO-MOVEMENT مختلفة ، يمكن أن يقلل من التقلب الشامل فى المكتسبات . وهذا النمط من المكتسبات ذات الثبات ، من المحتمل أن يباركها المستثمرون ، التى قد تعنى سعر خصم أقل و قيمة أعلى

لأسهم الشركة. فمؤسسة ذات ROI منخفض و (P/E) منخفض ستبحث عما يمكنها لتحسين صورتها ، وتقييمها بالاستحواذ على شركة أخرى ذات ROI أعلى و(P/E) أعلى.

الاستراتيجيات المضادة للاندماج

عندما يصبح الاندماج غير مُرحَّب به ، تستخدم الشركة المستهدَفة عدة تكتيكات دفاعية التى قد تتضمن:

1- **كبسولة السم** Poison pill

وتستخدمه الشركة لجعل الاندماج أكثر كلفة للشركة المستحوذة . فعلى سبيل المثال تُصدر أحيانا أسهما ممتازة لاعطاء حملة الاسهم الحق فى صرف قيمتها بسعر باذخ بعد عملية السيطرة.

2- **الفارس الأبيض** White knight (المنقذ)

وهو الشخص أو الشركة التى تنقذ الشركة من عملية السيطرة العدوانية بتوليه الأمر بشروط أكثر مرضاة للشركة المستحوَذ عليها . ويعتبر الفارس الأبيض أكثر قبولا للشركة المستهدفة وفى كثير من الاحيان تحُـثه الشركة على تقديم عطاء.

3- **البارشوت الذهبى** Golden Parachute

إن التنفيذيين الذين تعنيهم مراكزهم يضمنون لأنفسهم تعويضات مجزية عند الاستغناء عنهم severancepay أو حصة أسهم فى حالة حدوث عملية سيطرة من الخارج.

4- **البريد الأخضر** Green mail

وهو مفهوم مماثل للابتزاز بالتهديد ولو أنه غير قانونى . ويشير هذا المفهوم إلى شراء حصة ضخمة من أسهمها يمتلكها مُستحوذ محتمل عند سعر يزيد جذريا عن سعر السوق . وبذلك تدفع الادارة علاوة لسلب الأسهم من أيد غزاة غير مرحب بهم .

5- **طارد لسمك القرش** Shark repellent

هدف سيطرة محتمل قد يحاول إثراء دفاعاته ، بتصميم وتضمين لوائح الشركة لعقبات فى مسار عملية السيطرة على الشركة .

6- **الدفاع المضاد** Pacman defense

تحاول الشركة المستهدَفة القيام بعمل مضاد لعملية السيطرة ، والذى يتم بشراء اسهم المستحوذ كتهديد لعملية قيامه بالسيطرة.

* *

الملحق (حـ)

هل أنت جاهز لتستثمر ؟

أولا، إختبر مستوى ذكائك المالى

ما مدى علو مستوى ذكائك IQ المالى؟

خذ هذا الاختبار المعدل جزئيا من استبيان للخدمات المالية لشركة التأمين جون هانكوك الامريكية ، والذى أرسل إلى الناس الذين يشاركون فى خطط التقاعد الامريكية مثل (K) 401.

1- **أى أنواع الاستثمارات التالية تراها موجودة فى صناديق الاستثمار المصرفية Money Market Funds ؟**

أ- الأسهم   ب- السندات   جـ - أوراق مالية فى الأجل القصير

2- **متى أحسن الاوقات لتحويل النقود إلى صندوق سندات ؟** عندما يتوقع أن أسعار الفائدة سوف:

أ – تزيد   ب – تبقى مستقرة   جـ - تنخفض

3- **إذا كان عليك أن تستثمر 1000 دولار فى صندوق سندات ، هل قد يكون ممكنا أن ينتهى الأمر بأقل من 1000 دولار عندما تقرر السحب أو الانتقال إلى صندوق آخر؟**

أ- نعم   ب- لا

4- **إذا كان عليك أن تستثمر 1000 دولار فى سند حكومى ، هل قد يكون ممكنا أن ينتهى الأمر بأقل من 1000 دولار عندما تقرر السحب أو الانتقال إلى صندوق آخر؟**

أ- نعم   ب- لا

5- إذا كان عليك أن تستثمر 1000 دولار فى صندوق أسهم ، هل قد يكون ممكنا أن ينتهى الأمر بأقل من 1000 دولار عندما تقرر السحب أو الانتقال إلى صندوق آخر ؟

أ- نعم ب- لا

6- ما هو الاستثمار الذى هو عموما أقل مخاطرة ؟

أ – صندوق متنوع من الاوراق المالية المحلية

ب- صندوق عولمى من الأوراق المالية

جـ- الأوراق المالية لشركتك

7- ما هو احسن مؤشر يعكس كل سوق الاسهم الامريكية

أ - متوسط دو – جونز الصناعى

ب – ستاندرد & بور 500

جـ- راسل 2000

د – ناسداك

هـ - ويلشاير 5000

8- ماذا تعنى دورة حياة الصندوق ؟

أ- صندوق تعاونى mutual fund الذى يعيد التوازن اتوماتيكيا لمزيج استثماره طبقا لعمر الشخص

ب- صندوق تعاونى الذى يراهن على دورات سوق الاسهم

جـ - منفعة من الحكومة عند التقاعد

9- أيها أكثر مخاطرة ؟

أ- صندوق استثمار مصرفى Money Market Fund

ب- سند حكومى

جـ - المخاطرة هى نفسها

10- تاريخيا ، لقد اكتسب المستثمرون معدل عائد سنوى قدره 10% من الأسهم ؟

أ – صحيح　　　　　ب- خطأ

الاجابات:

1- حـ	**2- جـ**	**3- صحيح**	**4- صحيح**	**5- صحيح**
6- أ	**7- هـ**	**8- أ**	**9- ب**	**10- صحيح**

الملحق (ط)

أشهر المواقع على الشبكة الإلكترونية المالية .

خلال العشر سنوات الأخيرة خرجت إلى الوجود معلومات ضخمة والتى اصبحت متاحة للمستثمر الفرد . وتقدم الإنترنت كمية هائلة من البيانات والتى كانت متاحة فقط للمحترفين لسنوات قليلة ماضية . ومع اكثر من 10.000 موقع موجه إلى مواد رئيسية عن الاستثمار، فالحجم المعروض من المعلومات يمكن ان يكون محيطا والكثير منه ذو قيمة قليلة ، إلا أن هناك العديد من المواقع التى يمكن ان تساعد المستثمر فى اتخاذ القرار ، وهى:

أ- **yahoo!Finance**

ب- **Microsoft Investor (www.investor.com)**

وهذا الموقع كان يتكلف 9.95 $ شهريا ، ولكن منذ أغسطس 1999 فقد ألغى الاشتراك وصار مجانيا ، وهو يضم أخبارا اقتصادية، ووكالة رويتر، وتقارير عن الاستثمار والتى تستحدث ثلاث مرات يوميا، بالاضافة إلى التعليقات الاستثمارية . ويمكن للمستثمر أن يفحص 16.000 أسهم وصناديق استثمار من أكثر من 500 صفة لإيجاد أصحهم. كما أنهم أوجدوا 20 مجموعة جاهزة سلفا من الأسهم وصناديق الاستثمار ليمكن البدء بسهولة. فقسم الأسهم يحتوى على توجهات الشركة ، وخرائط سعرية تفصيلية ، والتقارير الربع سنوية المبلغة إلى هيئة سوق المال وتقارير أخرى لأربع سنوات سابقة. والذين يبحثون عن المساعدة فى صياغة استراتيجية الاستثمار يمكنهم الاستفادة من ستة مستشارين يديرون محافظ مالية على الإنترنت . وبعد اختيار محفظة مالية من اسهم وسندات ، فالمستثمر يزود ببيانات جارية ، محتويه أسعار السوق ، تقارير جديدة، وأداء المحفظة .

جـ- The wall Street Journal Interactive Edition
(www.wsj.com)

وهو يزود المشتركين بتغطية مستمرة للأخبار ، أرشيف archives لأوراق بحثية، والوصول إلى بيانات تفصيلية عن الشركة . كذلك متاح للمشترك الحصول على أخبار عاجلة عن أهم الاحداث والاستثمارات. ويمكن للمشتركين معرفة مسيرة أداء اسهم الشركة بالمعايير التى يروها اكثر جوهرية .

د- Quicken .com (www.quicken.com)

وهو موقع لكل الأغراض ، يشمل تعليقات على سوق الأوراق المالية ، مبسطة، وأدوات بحثية مفيدة للأسهم وصناديق الاستثمار ، وتقديرات للمكاسب، ومعلومات عن صفقات ما وراء الكواليس. وهو موقع مجانى.

هـ - The Motely Fool (www.fool.com)

وهو موقع بخصوص كيفية جعل الاستثمارات فى البورصة من السهولة بمكان. وهو يقدم برنامجا من 13 خطوة لتعليم المستثمرين البادئين . والخريجون الجامعيون الحديثون يُدرّس لهم أساليب أكثر حرفية مثل استخدام الشاشات للوصول إلى الشركات سريعة النمو ، واقتفاء الأكثر تفضيلا لهم. وهو موقع مجانى.

و – (www.dripinvestor.com)

وهو موقع بخصوص خطط DRIP

ز – (www.equityanalytics.com)

وهو موقع بخصوص تدريبات مجانية على التحليل الفنى للأوراق المالية.

حـ - (www.cboe.com)

وهو موقع به مواد توضيحية عن صفقات الخيارات

ط – (www.vanguard.com)
وهو موقع بخصوص دليل الاستثمار للدورة العمرية للمستثمر

* * *

المــراجــع

1- Altman, Edward I., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy," Journal of Finance , 23 (Sept . 1968) , 589 - 609.

2- Donaldson , Gordon , "New Framework for Corporate Debt Capacity" Harvard Business Review , 40 (Mar.-Apr.1962).

3- Edmister , Robert O., "An Empirical Test of Financial Ratio Analysis for Small Business Failure Prediction ," Journal of Financial and Quantitative Analysis, 7 (Mar. 1972) , 1477- 1493 .

4- Johnson , Craig c., "Ratio Analysis and the Prediction of Firm F ailure, " J ournal of Finance , 25 (Dec. 1970) , 1116-1168. See also Edward I. Altman, "Reply," ibid ., 1169 – 1172.

5- Theil Henri , " On the Use of Information Theory Concepts in the Analysis of Financial Statements," Management Science. 15 (May 1969) , 459-480.

6- Jaedicke, Robert K.,and Robert T. sprouse, Accounting Flows : Income , Funds , and Cash (Englewood Cliffs , N.J: Prentice – Hall , 1965).

7- Reinhadt, U.E., "Break – Even Analysis for Lockheed's Tri-Star: An Application of Financial Theory," Journal of Finance , 28 (Sept. 1973) , 821- 838.

8- Trumbull Wendel P., " Developing the Funds Statement as the Third Major Financial Statement," N.A.A Bulletin, 45 (Apr. 1963) , 21-31.

9- Crane, Dwight B., and William L. white "Who Benefits from a Floating Prime Rate? " Haravard Business Review 50(Jan.-Feb. 1972), 121-129.

10-Denonn, Lester E., " The Security Agreement," Journal of Commercial Bank Lending , 50 (Feb . 1968) , 32-40.

11-Joss , Robert L., " The Market for Commercial Paper" (Ph. D. diss. , Stanford University , 1970).

12- Shay , Robert P. and Carl C . Greer, "Banks Move into High-Risk Commercial Financing," Harvard Business Review , 46 (Nov. - Dec. 1968), 149- 153 , 156-161 .

13-Bierman , Harold Jr., and Warren H.Hausman "The Resolution of Investment Uncertainty Through Time ," Management Science , 18 (Aug.- 1972) , 654- 662.

14-Edelman, Franz, and Joel S.Greenberg, "Venture Analysis :The Assessment of Uncertainty and Risk" Financial Executive , 37 (Aug – 1969) , 56-62.

15-Grayson C. Jacksom, Jr., Decisions Under Uncertainty Drilling Decisions By Oil and Gas Operators (Boston : Division of Research . Harvard Business School ,1960)

16-Linter, John, "Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification," Journal of Finance, 20 (Dec.1965) , 587- 616

17-Stapleton, Richard C., "Portfolio Analysis, Stock Valuation and Capital Budgeting Rules for Risky Projects," Journal of Finance, 26 (Mar. 1971), 95 – 118

18-Baumol, William J., The Stock Market and Economic Efficiency(New York: Fordham University Press, 1965)

19- Brown, J Michael "Post – Offering Experience of Companies Going Public," Journal of Business (Jan.1970) ,10-18.

20- Furst , Richard W., "Does Listing Increase the Market Price of Common Stocks ? " Journal of Business , 43 (Apr. 1970), 174-180.

21-Goulet , Waldemar M., " Price Changes, Managerial Action and Insider Trading at the Time of Listing," Financial Management, Vol.3, No.1 Spring 1974, pp.30-36.

22-Hayes, Samuel L., 111, "Investment Banking: Power Structure in Flux, "Harvard Business Review, 49 (Mar.-Apr. 1971),136-152.

23-Nelson J. Russell, " Price Effects in Rights Offerings," Journal of Finance, 20 (Dec. 1965) , 647-650 .

24-SoldofSky, Rober M., and Craig R.Johnson, "Rights Timing," Financial Analysts Journal, 23(Jul.- Aug. 1967), 101 - 104.

25-Van Horne , James C., " New Listing and Their Price Behavior, " Journal of Finance , 25 (Sep .1970) , 783- 794.

26-Lowe, H.D., "The Classification of Corporate Stock Equities , Accounting Review, 36(Jul .1961), 425- 433.

27- Stevenson , Harold . w., Common Stock Financing (Ann Arbor, Mich : University of Michigan , 1957).

28-Stoll, Hans R., and Anthony J. Curely, " Small Business and the New Issues Market for Equities," Journal of Financial and Quantitative Analysis, 5 (Sep. 1970),309-322.

29-Young , Alan , and Wayne Marshall, " Controlling Shareholders Servicing Costs," Harvard Business Review , 49(Jan.-Feb.1971) ,71-78.

30-Knutson, Peter H., " Leased Equipment and Divisional Return On Capital," N.A.A Bulletin , 44 (Nov.1962) , 15-20.

31- Mitchell,G. B.," After–Tax Cost of Leasing," Accounting Review , 45 (Apr. 1970), 308-314.

32-Nantell, Timothy J., " Equivalence of Lease Versus Buy Analyses ." Financial Mangement , 2(Autumn 1973), 61-65.

33-Roenfeldt, Rodney L ., and Jerome S. Osteryoung, "Analysis of Financial Leases ,"Financial Management , 2 (Spring 1973) . 74-78.

الكاتب فى سطور

هو من قدامى المغتربين فى الدنيا الجديدة والعائدين حديثاً من المهجر . وتخرج من جامعة القاهرة 1958 والتحق بوزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية . وأثناءها حصل على درجة الماجستير ، ودبلوم معهد الدراسات الإحصائية والبحوث ، ودبلوم معهد التخطيط القومى ، أعقبها الهجرة وحصوله على درجة الدكتوراه فى الاقتصاد من جامعة ولاية المسيسبى الأمريكية . تدرج بعدها فى عضوية هيئة التدريس بالجامعة الأمريكية ببيروت ، وجامعة ولاية ماساشوتس الأمريكية (برنامج ماجستير إدارة الأعمال) ، ثم العمل خبيراً اقتصادياً فى منظمة الأغذية والزراعة للأمم المتحدة – روما، بالإضافة إلى نشاطه فى الشركات الأمريكية الكبرى ، وكمحاضر لبرامج تدريبية فى مصر فى مركز أراك التابع لدار المعارف ، القاهرة ، وبرنامج AOUDA بالخارجية المصرية.

وله كتب مترجمة بالمجلس الأعلى للثقافة وهى :

1- نحو مفهوم لاقتصاديات الموارد الطبيعية (عام 2004)

2- نحو مفهوم لاقتصاديات الصحة والرعاية الصحية والتأمين الصحى (المسار الامريكى) (2006)

وترجمات تحت الطبع:

1- نحو مفهوم للموارد المالية والاستثمار فى الأوراق المالية والتمويل الدولى

2- نحو مفهوم لإستراتيجيات التسويق

3- نحو مفهوم للاستثمار العقارى وتأمين المخاطر وإعادة التمويل فى ظل الاقتصاد الحر

وترجمات أخرى ستصدر قريباً:

1- المفاهيم القانونية والمالية للتعاقد على شراء حقوق الامتياز التجارى (الفرانشايز)

2- مفاهيم أساسية لقراءة التقرير السنوى لنشاط شركة ومتطلبات هيئة سوق المال (المسار الامريكى)

3- الاداء المتصاعد لكى تصبح عضوا منتدبا ناجحا

4- الوصايا الصحية لقلبك والعلاقة الحميمة الزوجية

ومن المؤلفات :

1- القياسات الإقتصادية فى اتخاذ القرار (تحليل النظم وإدارة الأعمال)

2- كيف تصبح مصّدراً ناجحاً

3- كيف تقيم صرح فريق عمل (فالنجاح هو اختيار)

4- المشروعات الصغيرة (مفهوم تطبيقى) انشاء وتمويل البزنس ، كيفية تسويق سلعتك الجديدة ، وكيفية اتخاذ القرار

5- المعايير الاقتصادية للمشكلات البيئية (ترجمة)

المحتويات

مزايا الاستثمار فى البورصة

